

# BANCO DE PORTUGAL

RELATÓRIO  
DO CONSELHO  
DE ADMINISTRAÇÃO

GERÊNCIA  
DE  
1991



LISBOA  
1992

# BANCO DE PORTUGAL

## RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

GERÊNCIA  
DE  
1991

\*

LISBOA  
1992

## ÍNDICE GERAL

## I PARTE — RELATÓRIO E CONTAS

I — ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE FISCALIZAÇÃO .....	13
II — RESPONSÁVEIS POR DEPARTAMENTOS E UNIDADES ADMINISTRATIVAS EQUIPARADAS, DELEGAÇÕES REGIONAIS E AGÊNCIAS .....	15
III — ACTIVIDADE NO DESEMPENHO DAS FUNÇÕES DO BANCO CENTRAL .....	17
IV — ORGANIZAÇÃO E GESTÃO INTERNAS .....	35
V — BALANÇO E CONTAS .....	41
VI — RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA .....	63

## II PARTE — ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

Capítulo I — A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1991 — Apreciação global .....	83
Capítulo II — ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA .....	93
Capítulo III — PROCURA, PRODUÇÃO MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS .....	109
Capítulo IV — BALANÇA DE PAGAMENTOS .....	145
Capítulo V — FINANÇAS PÚBLICAS .....	167
Capítulo VI — SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA .....	181

I Parte

RELATÓRIO E CONTAS

## ÍNDICE

I — ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE FISCALIZAÇÃO .....	13
II — RESPONSÁVEIS POR DEPARTAMENTOS E UNIDADES ADMINISTRATIVAS EQUIPARADAS, DELEGAÇÕES REGIONAIS E AGÊNCIAS .....	15
III — ACTIVIDADE NO DESEMPENHO DAS FUNÇÕES DE BANCO CENTRAL .....	17
1. ACÇÕES NO ÂMBITO DA POLÍTICA MONETÁRIA, FINANCEIRA E CAMBIAL .....	17
1.1 Acções no âmbito da política monetária .....	17
1.2 Informação monetária, financeira e cambial .....	17
1.3 Mercado Monetário Interbancário .....	18
1.4 Intervenção no Mercado de Bilhetes do Tesouro .....	18
1.5 Intervenção no Mercado Interbancário de Títulos .....	19
1.6 Obrigações do Tesouro a Médio Prazo – Taxa fixa .....	20
1.7 Acções no âmbito da política cambial .....	20
1.7.1 Regulamentação e actividade do Mercado de câmbios .....	20
1.7.2 Gestão das reservas cambiais .....	21
1.7.3 Gestão e controlo da dívida externa .....	21
1.7.4 Gestão do regime de controlo cambial .....	21
1.7.5 Crédito à exportação nacional .....	22
2. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ACTIVAS .....	23
2.1 Desconto e Redesconto .....	23
2.2 Empréstimos em conta-corrente e empréstimos caucionados .....	23
3. OUTRAS INTERVENÇÕES EM MATÉRIA DE CRÉDITO .....	24
3.1 Gestão das linhas de crédito do Banco Mundial .....	24
3.2 Gestão das linhas de crédito do Banco Europeu de Investimento .....	24
3.3 Bonificações para operações de crédito especiais .....	24
4. GESTÃO DE FUNDOS AUTÓNOMOS .....	24
4.1 Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (em liquidação) .....	24
4.2 Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo .....	25
4.3 Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado .....	25

5. CIRCULAÇÃO FIDUCIÁRIA .....	25
5.1 Notas em circulação .....	25
5.2 Moeda metálica .....	26
5.3 Moeda emitida e limite legal de emissão .....	26
6. SERVIÇO DO TESOIRO PÚBLICO .....	27
7. ACTIVIDADES DIRIGIDAS AO SISTEMA BANCÁRIO .....	27
7.1 Supervisão do sistema bancário .....	27
7.1.1 Actividades de ordem externa .....	27
7.1.2 Actividades de ordem interna .....	27
7.2 Compensação interbancária .....	30
7.3 Centralização de riscos do crédito .....	30
7.4 Centralização de Apontes e Protestos .....	30
7.5 Centralização de Balanços .....	30
8. RELAÇÕES COM ORGANISMOS INTERNACIONAIS E OUTROS BANCOS CENTRAIS	31
8.1 Fundo Monetário Internacional .....	31
8.2 Banco de Pagamentos Internacionais .....	32
8.3 Comunidade Económica Europeia .....	32
8.4 OCDE .....	33
8.5 UNCTAD .....	33
8.6 Banco Interamericano de Desenvolvimento .....	33
8.7 Centro de Estudos Monetários Latino-Americanos (CEMLA) .....	33
8.8 Banco Africano de Desenvolvimento/Fundo Africano de Desenvolvimento .....	33
8.9 Cooperação com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa .....	33
<b>IV — ORGANIZAÇÃO E GESTÃO INTERNAS .....</b>	<b>35</b>
1. PLANEAMENTO DA ACTIVIDADE DO BANCO .....	35
2. PESSOAL .....	35
2.1 Política de pessoal .....	35
2.2 Efectivos .....	35
2.2.1 Efectivos por funções profissionais .....	36
2.2.2 Nível etário e antiguidade .....	36
2.2.3 Formação escolar .....	36
2.3 Movimentação de Pessoal .....	37
2.4 Acção social e condições de trabalho .....	37
2.4.1 Pensões de reforma e sobrevivência .....	37
2.4.1.1 Número de pensionistas .....	37
2.4.1.2 Encargos .....	37
2.4.2 Saúde e Medicina do Trabalho .....	37

2.4.3 Benefícios sociais .....	38
2.4.3.1 Crédito à habitação .....	38
2.4.3.2 Fundo Social .....	38
2.4.3.3 Assistência na doença .....	38
2.5 Formação profissional .....	38
3. ORGANIZAÇÃO E INFORMÁTICA .....	39
4. ACTIVIDADE DE CONTENCIOSO E DE CONSULTA JURÍDICA .....	39
5. INSTALAÇÕES .....	40
6. VIGILÂNCIA E SEGURANÇA .....	40
7. AUDITORIA INTERNA .....	40
8. REVISTA INTERNA DO BANCO .....	40
9. RELAÇÕES COM A COMUNICAÇÃO SOCIAL .....	40
V — BALANÇO E CONTAS .....	41
1. Balanço .....	41
1.1 Balanço e notas explicativas .....	41
1.2 Análise do Balanço .....	52
2. Resultados .....	56
2.1 Demonstração de resultados do exercício .....	56
2.2 Análise da demonstração de resultados do exercício .....	58
3. Proposta de distribuição de lucros .....	61
VI — RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA .....	63
1. Relatório do Conselho de Auditoria .....	64
2. Balanço e Contas de 1991 .....	66
2.1 Notas explicativas .....	66
2.2 Análise do Balanço .....	67
2.3 Resultados do Exercício .....	68
2.4 Proposta de aplicação de resultados .....	68
3. Parecer do Conselho de Auditoria .....	69

# I — ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE FISCALIZAÇÃO

## CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

### GOVERNADOR

*José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira*

### VICE-GOVERNADORES

*António Carlos Feio Palmeiro Ribeiro*

*António Mendo Castel-Branco Borges*

### ADMINISTRADORES

*Abel António Pinto dos Reis*

*José de Matos Torres*

*Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza\**

*António José de Castro Bagão Félix\*\**

\*

### CONSELHO DE AUDITORIA

*José de Azeredo Perdigão — PRESIDENTE*

*João Florêncio Vicente de Carvalho*

*Revisor Oficial de Contas, em representação de  
"Albuquerque, Aragão & Associados - Sociedade de  
Revisores Oficiais de Contas".*

*José Maria Pires*

---

\* Retomou funções em 31 de Outubro de 1991.

\*\* Iniciou funções em 17 de Fevereiro de 1992.

## II — RESPONSÁVEIS POR DEPARTAMENTOS E UNIDADES ADMINISTRATIVAS EQUIPARADAS, DELEGAÇÕES REGIONAIS E AGÊNCIAS

Gabinete do Governador e Secretariado dos Conselhos	— <i>António dos Santos Labisa</i>
	— <i>António José Mendonça Pinto</i>
Departamento de Auditoria (DAU)	— <i>Fernando da Cunha Loureiro</i>
Departamento de Balança de Pagamentos e Financiamento Externo (DBF) e Departamento de Estrangeiro (DES)	— <i>Vasco Manuel da Silva Pereira</i>
Departamento de Contabilidade e Controlo Orçamental (DCT)	— <i>Vitor Manuel Antunes</i>
Departamento de Emissão e Tesouraria e Delegações (DED)	— <i>Mário Jorge da Costa Santiago</i>
Departamento de Estatística e Estudos Económicos (DEE)	— <i>António Maria T. Sampaio e Mello</i>
Departamento de Operações de Crédito e Mercados (DOC)	— <i>Silvino Tomé Paiva Lopes</i>
Departamento de Organização e Informação (DOI)	— <i>Paulino Alexandre M. Magalhães Corrêa</i>
Departamento de Pessoal e Relações de Trabalho (DPT)	— <i>Manuel Pimentel Castelhana</i>
Departamento de Serviços de Apoio (DSA)	— <i>Luís Alberto Gonçalves Ambrósio</i>
Departamento de Serviços Jurídicos (DJU)	— <i>Armando da Silva Couto</i>
Departamento de Supervisão Bancária (DSB)	— <i>Ludovico Lázaro Morgado Cândido</i>
Departamento da Filial (DFI)	— <i>Alberto Jorge Santos</i>

## DELEGAÇÕES REGIONAIS

Delegação Regional dos Açores  
(Ponta Delgada)

— *José Alexandre Tildes Gomes*

Delegação Regional da Madeira  
(Funchal)

— *Leonel Mário Pestana de França*

## AGÊNCIAS DISTRITAIS

Angra do Heroísmo

— *Egberto Trindade Bettencourt Mendes*

Aveiro

— *João Henrique Pinho dos Santos*

Beja

— *João António Mimoso Fernandes*

Braga

— *Paulo César Gomes Melo*

Bragança

— *João Reis Cariano*

Castelo Branco

— *Fernando dos Reis Patrício*

Coimbra

— *Henrique Dias da Silva*

Évora

— *Américo Pascoal de Araújo*

Faro

— *José Manuel Cosido Candeias*

Guarda

— *José Ramos*

Horta

— *Carlos Manuel Silveira*

Leiria

— *Ambrósio Jorge Santos*

Portalegre

— *Gaspar João Ramos Peças*

Santarém

— *Carlos Alberto da Nave*

Setúbal

— *António Santos Fernandes*

Viana do Castelo

— *António de Albuquerque*

Vila Real

— *Carlos Pereira Mendes*

Viseu

— *José Lopes de Almeida*

### III — ACTIVIDADE NO DESEMPENHO DAS FUNÇÕES DE BANCO CENTRAL

#### 1. ACÇÕES NO ÂMBITO DA POLÍTICA MONETÁRIA, FINANCEIRA E CAMBIAL

##### 1.1 Acções no âmbito da política monetária

Durante o ano de 1991, as políticas monetária e cambial continuaram prioritariamente orientadas para o objectivo final de redução sustentada da inflação.

Assim, a política cambial manteve a opção pela tendencial estabilidade nominal do escudo face a um cabaz integrando as principais moedas do Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu, embora com uma banda de flutuação relativamente larga.

Nestes termos, na ausência de uma política orçamental suficientemente restritiva e no contexto de acrescida mobilidade internacional de capitais, a política monetária interna defrontou-se com as dificuldades de uma escassa margem de manobra para conter as pressões inflacionistas da procura. Com o intuito de alargar essa margem de manobra, foi, por isso, necessário manter e até reforçar temporariamente as barreiras às entradas de capitais, designadamente no que se refere à constituição por não residentes de depósitos em escudos junto de instituições de crédito residentes e à aquisição por não residentes de títulos de taxa variável emitidos por residentes.

Foi no quadro destes constrangimentos que se introduziu, finalmente, um sistema de controlo monetário indirecto, alterando-se radicalmente a concepção e instrumentação da política monetária, que em 1991 teve, também por isso, de ser conduzida com grande pragmatismo. Os diversos aspectos de formulação, instrumentação e condução da política monetária são desenvolvidos, com maior detalhe, na II Parte deste Relatório, podendo também consultar-se o texto “A Política Monetária no 1.º semestre de 1991” (Síntese Mensal da Conjuntura, Julho de 1991).

Do ponto de vista da actividade do Banco, a mudança de método de controlo monetário exigiu um esforço intenso de coordenação inter-departamental, que teve a sua expressão mais significativa na criação e funcionamento regular de um “Comité de Mercados”, nele se associando à Administração os responsáveis dos Departamentos mais estreitamente ligados à concepção e concretização das políticas monetária e cambial.

##### 1.2 Informação Monetária, Financeira e Cambial

A compilação e difusão de estatísticas monetárias, financeiras e cambiais pelo Banco de Portugal foi, em 1991, decisivamente marcada pela adopção dos métodos indirectos de controlo monetário. Deste modo, para além de terem continuado a ser elaboradas as restantes estatísticas, um ênfase particular foi posto na revisão integral das estatísticas do mercado monetário – adaptando-se às novas regras de funcionamento deste mercado e às modalidades de intervenção nele por parte do Banco de Portugal – e no lançamento de estatísticas sobre as taxas de juro praticadas pelo sistema bancário. Estas inovações reflectiram-se numa ampla revisão da “Síntese Mensal da Conjuntura”, que veio a concretizar-se já no final do ano, aproveitando-se o ensejo para rever também, embora em menor escala, outros domínios da informação estatística publicada pelo Banco e melhorar o aspecto gráfico daquela publicação. Estas revisões repercutem-se também na Parte II deste Relatório. Reformulação da mesma natureza está em curso no “Boletim Trimestral”.

Procurou-se aumentar significativamente a rapidez no apuramento e difusão das diversas estatísticas, o que só foi possível graças ao mais rigoroso cumprimento de prazos e à colaboração interessada das várias instituições fornecedoras da informação de base, designadamente do sistema bancário.

Ainda no domínio estatístico, de salientar também a participação nos trabalhos do Conselho Superior de Estatística, que em 1991 esteve já em pleno funcionamento, e, no âmbito comunitário, no Comité das Estatísticas Monetárias, Financeiras e da Balança de Pagamentos (e respectivos Grupos de Trabalho) criado por Decisão do Conselho das Comunidades Europeias de 25 de Fevereiro de 1991 (Decisão 91/115/EEC). Este Comité, em estreita articulação com o Secretariado do Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da CEE, irá impulsionar e coordenar os trabalhos estatísticos comunitários necessários à preparação da União Económica e Monetária.

### 1.3 Mercado Monetário Interbancário

Em 1991, o volume de transacções realizadas no Mercado Monetário Interbancário (MMI), com 18 293 mil milhões de escudos, traduz um acréscimo de 39,5% em relação ao montante transaccionado no ano anterior, observando-se, assim, uma significativa desaceleração do crescimento do volume de transacções observado nos dois últimos anos (59,9% e 61,3% em 1989 e 1990, respectivamente); tal desaceleração é mais acentuada no 2.º semestre, já que o montante transaccionado representa um crescimento de, apenas, 32,9%.

O saldo médio das aplicações no MMI em fim de mês, tendo ascendido a 319,7 mil milhões de escudos, apresenta este ano, contrariamente ao observado nos anos anteriores, uma diminuição de 7,9% por força da redução dos montantes transaccionados nos prazos mais longos, com particular incidência nas operações com prazos superiores a 180 dias, as quais revelam um decréscimo de 43,8%.

Confirmando o MMI a sua vocação como instrumento de gestão de tesouraria das instituições de crédito sujeitas à constituição de disponibilidades mínimas de caixa, assiste-se a uma maior concentração das operações em prazos muito curtos. Assim, do montante total transaccionado, as operações com prazos inferiores a 6 dias representaram 72,8% (65,2% no ano anterior), correspondendo às operações com prazos superiores a 90 dias apenas 1,0% (1,6% no ano anterior).

As taxas de juro das operações do MMI revelaram ao longo do ano um cariz predominantemente ascendente, de certo modo invertido nos últimos meses do ano, mostrando também uma maior volatilidade nas operações com prazos de 1 a 5 dias, particularmente sentida no mês de Abril. Nesta classe de operações, observaram-se ao longo do ano taxas médias diárias que oscilaram entre um mínimo de 4,180% e um máximo de 56,038%, registados respectivamente nos dias 16 e 23 de Abril.

Durante o 2.º semestre assistiu-se a uma expressiva diminuição da amplitude de oscilação das taxas de juro de curto prazo, em resultado das intervenções do Banco de Portugal no sentido de sustentar a taxa do *overnight* dentro dum certo intervalo. As operações com prazos de 1 a 5 dias, realizadas durante os meses de Agosto a Dezembro, revelam assim taxas médias diárias situadas entre um mínimo de 10,708%, observado em 16 de Agosto, e um máximo de 22,735%, observado em 3 de Outubro.

No que respeita às taxas de juro das operações com prazos mais longos, verifica-se que, além de mostrarem menor volatilidade, parecem revelar também, em particular nos prazos superiores a 90 dias, uma tendência de descida, em consonância com uma evolução favorável da taxa de inflação.

Refere-se, finalmente, que a regulamentação deste mercado foi alterada em 11 de Julho, tendo sido eliminados os limites de endividamento anteriormente estabelecidos em relação às instituições parabancárias sujeitas ao regime de disponibilidades mínimas de caixa, que com o novo sistema de controlo monetário deixaram de ter justificação.

### 1.4 Intervenção no Mercado de Bilhetes do Tesouro

No decurso de 1991 os Bilhetes do Tesouro (BT) assumiram particular importância na aplicação do novo controlo monetário.

Em 1 de Abril, no seguimento da conclusão da operação de redução da liquidez excedentária do sistema bancário, iniciada em 1990 e concretizada através da substituição de aplicações das OIM no Banco de Portugal por títulos da dívida pública, entraram em vigor novas regras de intervenção do Banco no Mercado Interbancário de Títulos. No contexto destas regras, os BT, dada a facilidade da sua emissão e o facto de poderem ser passados ao público, viriam a constituir o instrumento preferencial de intervenção.

Assim, o Banco de Portugal passou a anunciar, regularmente, a compra e a venda de BT (com acordo de revenda ou de recompra, respectivamente) às OIM e IFNM, no último dia útil de cada período de cumprimento de reservas e com data-valor do primeiro dia útil seguinte (correspondente ao primeiro dia útil do período de cumprimento de reservas de caixa imediato), por prazos correspondentes ao número de dias de cada período de cumprimento de disponibilidades mínimas de caixa. Em complemento a estas intervenções (denominadas "intervenções regulares"), o Banco continuou a intervir ocasionalmente, com o objectivo de estabilização das taxas de juro do Mercado Monetário Interbancário, quer absorvendo quer cedendo liquidez por prazos muito curtos. Por outro lado, as instituições intervenientes no Mercado de BT passaram a poder vender ao Banco, no último dia útil de cada período de cumprimento de disponibilidades mínimas de caixa, BT com acordo de recompra para o dia útil seguinte, a uma taxa de juro penalizadora.

No sentido de facilitar a gestão das disponibilidades mínimas de caixa pelas instituições sujeitas ao seu cumprimento, em 22 de Julho procedeu-se à alteração da regulamentação do Mercado Secundário de BT, no sentido de as referidas operações regulares de cedência e absorção de liquidez passarem a ser realizadas no primeiro dia útil de cada período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa, com data-valor desse próprio dia.

Com o objectivo de anular o efeito da criação de moeda primária – na sua maior parte decorrente da execução da política cambial – a intervenção no Mercado Primário de BT caracterizou-se pela acentuada subida dos montantes em circulação, para o que contribuíram quer a realização de sessões complementares de colocação, sempre que as condições de mercado o permitiram, quer a tomada firme de BT pelo BP, com vista à sua ulterior venda em Mercado Secundário.

Em 31 de Dezembro de 1991, o montante de BT em circulação atingiu 1 543,8 mil milhões de escudos, o que evidencia um acréscimo de 42,1% relativamente ao último dia do ano anterior, apresentando a seguinte repartição: 42,4 mil milhões a 91 dias, 454,6 mil milhões a 182 dias e 1 046,8 mil milhões a 364 dias.

O prazo médio dos BT aumentou por força do crescimento de 81,5% do saldo afecto ao segmento mais longo, em detrimento do saldo do prazo de 91 dias, que diminuiu 66,7%, reforçando a opção de alargamento do prazo médio da dívida pública, já tomada em 1990. A maior procura de BT a 364 dias, observada no 2.º semestre, pode ser explicada pela criação de expectativas sustentadas de descida da taxa de inflação num horizonte temporal de 1 ano, e consequente descida das taxas de juro.

As taxas médias ponderadas anuais dos BT para os diferentes prazos foram de 17,7% para 91 dias, 18,2% para 182 dias e 18,7% para 364 dias. Nos primeiros meses do ano observou-se uma subida das taxas de juro, motivada sobretudo pela alteração do regime fiscal dos títulos da dívida pública (segundo a qual os proveitos destes títulos passaram a ser integralmente tributados) e pelo referido aumento da oferta de BT, verificando-se depois uma estabilização dessas taxas ou mesmo uma ligeira diminuição, em resultado das expectativas de evolução da taxa de inflação. Em termos da média ponderada das taxas anuais equivalentes, e pela mesma razão, a curva de rendimento deste instrumento apresenta-se parcialmente invertida (ao contrário do ano anterior).

Relativamente ao Mercado Secundário de BT correspondente a transacções entre instituições (excluindo as operações do Banco), observou-se o crescimento de 35,5% do volume das transacções, que passou de 410,6 mil milhões de escudos para 556,3 mil milhões.

O segmento do Mercado Secundário relativo às vendas definitivas de BT da carteira do Banco manteve-se activo entre Março e Agosto do ano em análise, atingindo um montante de 841,4 mil milhões de escudos. Estas operações tiveram como suporte a tomada firme de BT pelo BP no Mercado Primário, e o elevado volume transaccionado foi conseguido, numa primeira fase, pela prática de diferenciais positivos de remuneração, associada ao facto de só se admitirem a concurso

propostas de montante elevado, e, posteriormente, pela possibilidade de aplicação de liquidez por prazos inferiores aos do Mercado Primário.

Por fim, a intervenção do Banco, a partir de Abril, através da absorção ou cedência de liquidez mediante transacções de BT, por prazos nunca superiores a 14 dias, teve em vista a regulação da liquidez de muito curto prazo. Contudo, dadas as similitudes destas operações com as restantes transacções realizadas pelo Banco no MIT, delas se fará referência no número seguinte.

## **1.5 Intervenção no Mercado Interbancário de Títulos**

A passagem para um sistema de controlo indirecto da liquidez da economia no qual o Mercado Monetário se assumiu como sendo o instrumento privilegiado de execução da Política Monetária, marcou, como já se referiu, o ano de 1991.

A par das novas regras referidas no número anterior e porque continuaram a afluir ao sistema elevados montantes de divisas, o Banco de Portugal, mesmo após a conclusão da operação de redução da liquidez excedentária do sistema bancário – num total de 1060 mil milhões de escudos – e em complemento ao reforço das emissões de Bilhetes do Tesouro, continuou a realizar vendas com acordo de recompra de Títulos da Dívida Pública da sua carteira, pelo prazo de 13 semanas. Os Títulos de Regularização Monetária (TRM) continuaram igualmente a ser utilizados em intervenções ocasionais por prazos mais curtos.

Em 22 de Julho, o Mercado Interbancário de Títulos (MIT) foi objecto de nova remodelação. Com efeito, constatando-se a insuficiência de Títulos da Dívida Pública na carteira do Banco de Portugal, que a emissão de novos BT não poderia solucionar, por se ter praticamente atingido o limite máximo de BT em circulação estipulado no orçamento para 1991, o Banco de Portugal procedeu ao alargamento, para 14 dias, do prazo máximo de emissão dos TRM. Tal medida permitiu ao Banco uma utilização mais flexível deste instrumento, nomeadamente no âmbito da sua intervenção regular. Introduziu-se igualmente o prazo de 26 semanas nas operações de venda de Títulos de Dívida Pública (que não BT) da carteira do Banco de Portugal, com acordo de recompra.

A mencionada insuficiência de Títulos da Dívida Pública da carteira do Banco, associada ao forte aumento do saldo médio das aplicações em TRM e ao horizonte temporal pelo qual se pretendia absorver a liquidez entretanto aplicada em TRM, conduziram à reactivação, a partir de 5 de Agosto, das emissões de Títulos de Intervenção Monetária (TIM), assim como

ao alargamento do seu leque de prazos para 4, 9, 13, 26 e 52 semanas.

A conclusão da operação de redução da liquidez excedentária associada a um período fértil em alterações, aconselha a que a análise comparativa da evolução do MIT face a 1990 deva ser efectuada dividindo o ano transacto em dois períodos distintos: até e após 1 de Abril de 1991.

Ao longo do ano, o volume de transacções no MIT (excluindo operações com BT no sentido da cedência de fundos, mas incluindo as operações de venda de BT com acordo de recompra) situou-se em 8 817,3 mil milhões de escudos, o que representa uma redução de 8,4% em relação ao total de títulos transaccionados no ano anterior. Considerando apenas os últimos 9 meses do ano, o Banco de Portugal absorveu cerca de 3 610,9 mil milhões de escudos (dos quais 46,9% através de intervenções regulares) e cedeu liquidez num montante de 1 732,258 mil milhões de escudos (dos quais 27,8% em intervenções regulares e apenas 0,6% em intervenções de último dia, a taxa de juro penalizadora). Em termos de saldos médios diários a diferença relativa, nestes últimos 9 meses, entre o montante absorvido e cedido é superior à verificada entre os montantes transaccionados, devido aos prazos pelos quais se efectuaram as operações – respectivamente 150,3 mil milhões de escudos por um prazo médio de 11,45 dias contra 24,3 mil milhões de escudos por um prazo médio de 3,86 dias.

A média dos saldos de fim do mês das aplicações no MIT, incluindo os Depósitos a Prazo (DP) das OIM no Banco ainda não vencidos, situou-se em 296,969 mil milhões de escudos, o que representa uma diminuição de cerca de 68,8% face ao valor observado em 1990. Na origem de tal redução encontra-se a concretização das 2.ª e 3.ª fases da já mencionada operação de redução de liquidez, responsável pela mobilização antecipada de aplicações em DP e TIM, e pela redução de um montante significativo de recursos que vinham sendo aplicados, desde o início do ano, em TRM a muito curto prazo (em consequência da suspensão, também desde o início do ano, da possibilidade de as OIM constituírem novos DP no Banco de Portugal).

A taxa média de juro das transacções de absorção de liquidez realizadas ao longo do ano no MIT foi de 13,2135%, para um prazo médio de 7 dias. Até 1 de Abril a taxa média de juro situou-se nos 11,6502%, para um prazo médio de 4 dias.

A alteração da política de taxas de juro por parte do Banco de Portugal, após 27 de Maio, com a fixação e anúncio das taxas de absorção e de cedência de liquidez relativas às intervenções regulares, conduziu ao aumento das taxas de juro médias do MIT e MMI. O Banco de Portugal, visando reduzir a volatilidade da

taxa *overnight*, passou, a partir de Julho, a realizar intervenções ocasionais a uma taxa de sustentação previamente anunciada, sempre que aquela taxa se afastasse de certos limites de variação.

No que respeita à taxa média dos TIM (instrumento cuja taxa de juro continuou a ser determinada em mercado), situou-se em torno de 17,8% e 18,5%, para os prazos de 4 e 13 semanas respectivamente.

Finalmente, a taxa média de juro das intervenções de cedência de liquidez observada ao longo do ano situou-se em 21,9106%, para um prazo médio de 3,86 dias.

## 1.6 Obrigações do Tesouro a Médio Prazo - Taxa fixa

Em 1991 assistiu-se ao aprofundamento do mercado das Obrigações do Tesouro a Médio Prazo, taxa fixa, com a criação dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT), que, nesta qualidade, iniciaram a sua actividade em Abril.

Foram colocados 448 mil milhões de escudos, a uma taxa média ponderada de 16,857%, enquanto que em 1990 esses valores se situaram em 70,88 mil milhões de escudos e 18,301%, respectivamente.

Colocaram-se 248,07 mil milhões de escudos no 1.º trimestre, emitidos no âmbito da operação de redução de liquidez, 58,52 m.m. no segundo, 76,24 m.m. no terceiro e 66,17 m.m. de escudos no 4.º trimestre. A estes montantes corresponderam prazos médios de 798, 1502, 1518 e 967 dias.

As taxas médias ponderadas das colocações registaram uma evolução descendente ao longo do ano, assumindo um valor de 17,934% no 1.º trimestre e 13,776% no último trimestre de 1991. No 2.º trimestre a taxa média foi de 16,676%, enquanto que no terceiro se situou em 16,129%.

O montante de OT-MP em circulação no final do ano de 1991 era de 508,88 mil milhões de escudos.

## 1.7 Acções no Âmbito da Política Cambial

### 1.7.1 Regulamentação e actividade do Mercado de Câmbios

Durante o ano de 1991 a política da taxa de câmbio do escudo foi conduzida dentro das linhas de orientação definidas em Outubro de 1990, isto é, tendo como referencial a taxa de câmbio efectiva calculada na base do cabaz das 5 principais moedas do Mecanismo da Taxa de Câmbio do SME em 1 daquele mês, e permitindo a sua flutuação dentro de uma banda pré-determinada.

Na condução dessa política o Banco de Portugal efectuou ao longo do ano um volume significativo de intervenções no mercado cambial, quase sempre no sentido de evitar a excessiva valorização do escudo, em particular nos 2.º e 3.º trimestres.

Em resultado, o índice da taxa de câmbio efectiva oscilou dentro de um intervalo com amplitude de cerca de 4,4%, tendo registado relativamente a 1990 e em termos de média anual uma apreciação de 1,1%.

No início de Julho de 1991, como forma de restringir o forte crescimento das entradas de capitais externos que até então se verificava, e minorar as dificuldades daí decorrentes para a prossecução da política monetária, o Banco de Portugal passou a vedar a aquisição em mercado nacional, por não residentes, de títulos de dívida com taxa de juro variável, dada a sua assimilação a instrumentos de mercado monetário.

Com o mesmo objectivo, havia já sido imposta em Fevereiro a obrigação para as instituições de crédito de constituírem no Banco de Portugal depósitos não remunerados de contrapartida dos saldos das contas estrangeiras em escudos.

No dia 1 de Setembro, deixaram de se realizar as sessões de *fixing* presencial, que ocorriam diariamente há cerca de quatro anos. Não obstante a importante contribuição destas sessões para o desenvolvimento do Mercado de Câmbios, a progressiva perda de importância relativa das mesmas, face à evolução do mercado interbancário, tornou dispensável a sua realização, à semelhança do que tem vindo a suceder em diversos países europeus. A determinação dos câmbios oficiais, apenas indicativos, passou a ser feita através de uma consulta diária do Banco de Portugal ao Mercado Interbancário, em substituição do *fixing*.

No âmbito regulamentar, salienta-se ainda a publicação, em Janeiro de 1991, de um Aviso que prevê a actuação de Agências de Câmbios no segmento de mercado ocupado pelas operações sobre notas e moedas estrangeiras, bem como cheques de viagem. Subsequentemente, foi autorizada a constituição de diversas Agências de Câmbios, ao longo do ano, tendo algumas delas iniciado a sua actividade.

No final de Dezembro, foi aprovado um Aviso que abriu caminho à liberalização, no início de 1992, das contas em moeda estrangeira tituladas por residentes em território nacional.

### **1.7.2 Gestão das reservas cambiais**

As reservas em moeda estrangeira continuaram a crescer a um ritmo bastante elevado, tendo no decurso de 1991 aumentado cerca de 6000 milhões de USD, ou seja, aproximadamente 50% em relação ao final de 1990.

A gestão das reservas prosseguiu em 1991 os objectivos anteriormente definidos, isto é, manter um grau de liquidez compatível com a condução da política de taxa de câmbio, regularização do Mercado de Câmbios e cumprimento das demais obrigações do Banco nesta área, e obter adequada remuneração para as reservas dentro de limites de risco estritamente fixados.

Intensificou-se o esforço de diversificação das aplicações, com a utilização de novos instrumentos e acesso a novos mercados, nomeadamente o incremento do investimento em títulos emitidos por entidades soberanas e supranacionais e redução do peso relativo da componente aplicações bancárias.

No que respeita à gestão da reserva de ouro, continuou a aplicar-se uma pequena parcela, procurando a sua rentabilização, ainda que de forma limitada. Durante o ano de 1991, procedeu-se à aquisição de 1,5 toneladas de ouro nos mercados internacionais, com os recursos financeiros resultantes dos pagamentos já efectuados pela *Drexel Burnham Lambert Trading Corporation*, relativos ao crédito que sobre aquela entidade existia à data em que suspendeu pagamentos.

### **1.7.3 Gestão e controlo da dívida externa**

Persistindo as condições favoráveis ao endividamento em moeda estrangeira, manteve-se a orientação restritiva do acesso de entidades nacionais aos mercados financeiros externos.

À semelhança do verificado no ano anterior foram estabelecidos (em colaboração com o Gabinete para a Análise de Financiamento do Estado e das Empresas Públicas) limites para o Financiamento Externo Adicional Líquido das Empresas Públicas.

Enquadrado no Programa de Absorção de Liquidez Excedentária do sistema, continuou no 1.º semestre de 1991, conforme planeado, o programa "excepcional" de pagamentos antecipados de dívida externa do Estado, que permitiu a sua substituição por dívida interna. Durante o 2.º semestre procurou-se alargar o âmbito deste tipo de operações às Empresas Públicas, o que levou a alguns pré-pagamentos de dívida externa, refinanciados com dívida interna. Deste modo, manteve-se a tendência para a diminuição da dívida externa total, que se estima tenha atingido no final de 1991 o valor de 17 260 milhões de USD ou 2494 mil milhões de escudos, equivalente a cerca de 25% do PIB (31,2% em 1990).

### **1.7.4 Gestão do regime de controlo cambial**

A actividade da função "Gestão do Regime de Controlo Cambial" caracterizou-se, em 1991, por novos

desenvolvimentos no sentido da liberalização, em consonância com as obrigações e os princípios prevalentes no espaço comunitário.

Assim, na sequência de projecto elaborado no Banco, foi publicado o Decreto-Lei n.º 176/91, de 14 de Maio, estabelecendo o novo regime das transacções relativas a operações de mercadorias, de invisíveis correntes e de capitais, por via do qual se transpôs para o direito interno a Directiva do Conselho n.º 88/361/CEE, de 24 de Junho de 1988. O aludido Decreto-Lei consagrou o princípio de liberdade de realização das operações correntes e de capitais com o exterior, enumerando expressamente os casos excepcionais em que certas operações de capitais (as mais relevantes na perspectiva das políticas monetária e cambial) podem ser sujeitas a autorização pela autoridade cambial.

Já no final do ano foi publicado o Aviso n.º 13/91, introduzindo importantes alterações ao regime das contas estrangeiras e das contas nacionais em moeda estrangeira, tendo-se praticamente liberalizado estas últimas.

Os Decretos-Leis n.ºs 176/91 e 13/90, este publicado em 8 de Janeiro do ano anterior e que definiu os princípios aplicáveis às operações cambiais, formam agora o quadro regulador das operações económicas e financeiras com o exterior, unificando num conjunto coerente e harmónico um leque disperso de anteriores diplomas legais.

Se bem que, como mencionado antes, os desenvolvimentos do regime cambial tenham sido de cariz essencialmente liberalizador, houve necessidade, em 1991, de manter algumas medidas temporárias limitativas do afluxo de capitais externos e, bem assim, de implementar outras. Neste âmbito, é de referir a manutenção da obrigação de constituir um depósito não remunerado, no montante de 40% do contravalor em escudos dos empréstimos financeiros contraídos no exterior pelos residentes não bancários; a já mencionada aplicação de restrições à aquisição por não residentes de obrigações com taxa de juro indexada; e a recomendação para a redução da carteira de títulos, de idêntica natureza, que havia sido acumulada por diversas sucursais no exterior de instituições de crédito nacionais.

A progressiva delegação de competências no sistema bancário, em detrimento da intervenção prévia e casuística do Banco Central, tem vindo a impor uma cada vez maior atenção ao controlo *à posteriori* da actuação da Banca (quer realizado *in loco* quer internamente no Banco de Portugal) e à obtenção de informação estatística fiável e em tempo oportuno.

No domínio do controlo da actividade do sistema bancário, por recurso à deslocação de pessoal credenciado do Banco de Portugal aos respectivos serviços de estrangeiros e de títulos, efectuaram-se mais de três dezenas de acções, cobrindo a quase totalidade das

instituições de crédito. Foi igualmente intensificada a análise dos elementos de informação recebidos do sistema bancário e dos restantes agentes económicos.

Há que referir, por último, que ao longo do ano foram instaurados vários processos de contra-ordenação cambial, sendo que alguns deles foram extintos por arquivamento, outros por recurso a solução conciliadora e ainda outros deram lugar à aplicação de coimas.

No domínio da informação estatística sobre as operações com o exterior e em paralelo com a liberalização progressiva destas operações, prosseguiram os trabalhos de simplificação, normalização e racionalização dos suportes de informação de base respeitantes àquelas operações.

O reporte estatístico foi substancialmente simplificado na sequência da publicação do Decreto-Lei n.º 176/91, de 14 de Maio. Este diploma consagrou o dever de prestação de informação ao Banco de Portugal, quer por parte das entidades autorizadas a exercer o comércio de câmbios quer por parte dos interessados, relativamente às operações com o exterior em que interve-nham.

Por outro lado, como resultado das acções desenvolvidas com vista à recolha e tratamento informático de determinados tipos de operações, como sejam as transferências de tecnologia e a exportação de lucros e dividendos, obtiveram-se os primeiros *outputs* de controlo e estatísticos, desagregados por vários tipos de variáveis de análise.

No âmbito das operações de capitais, prosseguiram os trabalhos de recolha informática de operações licenciadas em anos anteriores, em particular nos segmentos dos investimentos directo e imobiliário estrangeiros, tendo, neste último caso, sido implementada na Agência de Faro uma aplicação microinformática para a recolha das operações aí registadas. Aperfeiçoaram-se, também, os métodos de recolha informática e tratamento estatístico associados a determinados tipos de operações, visando obter uma melhoria da qualidade das estatísticas produzidas.

De referir, ainda, que se iniciou neste ano de 1991 a disponibilização para o exterior de informação de natureza estatística relativa ao investimento mobiliário no estrangeiro, à semelhança, aliás, do que já sucedia noutros segmentos de operações com o exterior.

### 1.7.5 Crédito à exportação nacional

Na área do crédito à exportação nacional o ano de 1991 foi marcado pela alteração do sistema de financiamento de apoio oficial à exportação nacional, acentuando-se a intervenção do Banco ao nível do Conselho

de Garantias Financeiras (CGF), órgão especializado que funciona junto da COSEC e que, além das funções criadas pelo novo sistema, assumiu as anteriormente atribuídas à Comissão Nacional de Garantias de Crédito.

No âmbito do CGF foi ainda intensificada a colaboração do Banco no apoio à representação regular nos organismos e reuniões internacionais (CEE e OCDE) relativos a créditos à exportação.

No quadro da IV Reunião da Comissão Mista Permanente Luso-Angolana, o Banco participou na Sub-Comissão Financeira, que reuniu com vista a fazer um levantamento das relações financeiras entre os dois países e concluiu pela conveniência, interesse e oportunidade em continuar e estender esse relacionamento, tendo resultado a celebração de duas Convenções:

- Convenção relativa à Cobertura de Riscos de Crédito à Exportação de bens e serviços de origem portuguesa, estabelecida entre a COSEC e o Banco Nacional de Angola e que veio na continuidade das anteriormente celebradas entre os Bancos Centrais dos dois países, estipulando, entre outras coisas, o aumento dos limites para USD 210 milhões, no caso de bens de equipamento e serviços, e para USD 150 milhões, no caso de bens de consumo e intermédios;
- Convenção relativa ao Controlo dos Fluxos Cambiais resultantes do *Evergreen Crude Petroleum Sales Contract* estabelecida entre o Banco de Portugal e o Banco Nacional de Angola, em substituição do Acordo anteriormente celebrado e que teve em conta o aumento dos quantitativos diários de fornecimento de petróleo pela Sonangol à Petrogal, flexibilizando os mecanismos de aplicação dos fluxos cambiais por ele gerados, permitindo uma antecipação de receitas, ampliando os circuitos de processamento e alargando as suas aplicações a outros objectivos de natureza económica e social.

Tendo estas Convenções sido firmadas em Abril, acabaria por se revelar necessário proceder à sua revisão ainda no decurso de 1991. Assim, acordou-se em Outubro a elevação para USD 310 milhões do *plafond* estabelecido na primeira Convenção, bem como o aumento dos fornecimentos de petróleo (de 13 mil para 20 mil barris diários). Ao mesmo tempo, foram previstas diversas outras inovações – com relevo para a abertura, por parte do Banco de Portugal, de um crédito em conta-corrente (até ao montante de USD 25 milhões) a favor do Banco Nacional de Angola, destinado à regularização atempada de compromissos angolanos para com entidades portuguesas. A assinatura dos novos Acordos viria a concretizar-se no início de 1992, em Luanda.

## 2. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ACTIVAS

### 2.1 Desconto e redesconto

As operações de desconto e redesconto, embora mantendo valores próximos aos do ano anterior, apresentaram em 1991 um menor número, sendo, na sua quase totalidade, financiamentos pontuais a instituições de crédito, no âmbito de processos extraordinários de saneamento financeiro.

#### DESCONTO E REDESCONTO

Milhões de escudos			
Designação	1990	1991	Diferença
1. Volume de operações efectuadas (Sede e Dependências)			
Desconto			
Instituições de Crédito .....	11 843	12 501	658
Redesconto			
Exportação .....	—	—	—
Importação .....	—	—	—
Tesouraria .....	21	—	-21
Investimento .....	180	43	-137
Saneamento Financeiro .....	418	—	-418
Transformação .....	—	—	—
<b>TOTAL .....</b>	<b>12 462</b>	<b>12 544</b>	<b>82</b>
2. Saldos no fim do ano			
Desconto			
A Particulares (residual) .....	—	—	—
A Instituições de Crédito .....	8 094	10 655	2 561
Redesconto			
A curto prazo			
Sede .....	—	—	—
Dependências .....	115	33	-82
Proposto			
Sede .....	1 239	310	-929
Dependências .....	—	—	—
<b>TOTAL .....</b>	<b>9 448</b>	<b>10 998</b>	<b>1 550</b>

### 2.2 Empréstimos em conta-corrente e empréstimos caucionados

A obtenção de recursos junto do Banco Central, por via de empréstimos em conta-corrente e de empréstimos caucionados, continua reduzida. A sua utilização depende de aprovação casuística e destina-se, exclusivamente, a ocorrer a situações especiais.

Apresentava no fim de 1991 um saldo de 2050 milhões de escudos, enquanto no termo do ano anterior atingia 375 milhões de escudos.

### 3. OUTRAS INTERVENÇÕES EM MATÉRIA DE CRÉDITO

#### 3.1 Gestão das linhas de crédito do Banco Mundial

Uma vez que o empréstimo 2263 PO, concedido pelo Banco Mundial à República Portuguesa para financiamento do investimento em pequenas e médias empresas industriais, se encontra desde 1989 totalmente utilizado, em 1991 apenas foi assegurado o respectivo serviço da dívida. O montante por amortizar pelas instituições de crédito era, em 31 de Dezembro de 1991, de 193,3 milhões de escudos. Relativamente ao empréstimo 1701 PO, as instituições de crédito procederam ao completo reembolso do saldo em dívida no início do ano, pelo que, no final do ano, o respectivo saldo era nulo.

#### 3.2 Gestão das linhas de crédito do Banco Europeu de Investimento

Todos os empréstimos globais concedidos à República Portuguesa cuja gestão foi cometida ao Banco de Portugal, designados por PGA, PGB, PG II, PG III e PG IV, se encontram totalmente utilizados. O seu valor total ascende a 21 028,5 mil milhões de escudos e, no final do ano, os respectivos montantes por amortizar eram os seguintes, em milhões de escudos:

PGA .....	923,0
PGB .....	640,3
PG II .....	2 863,3
PG III .....	4 725,8
PG IV .....	5 514,0

Após ter sido aprovada a prorrogação da data limite para a formalização de pedidos de desembolso do último empréstimo, de 7000 milhões de escudos, este montante ficou completamente utilizado com a última transferência de fundos, realizada em Novembro, no montante de 413,8 milhões de escudos.

#### 3.3 Bonificações para operações de crédito especiais

O montante das bonificações de taxas de juro, concedidas no ano de 1991, destinou-se, especificamente, a dois sectores da actividade produtiva nacional: sector primário (20% do total) e habitação (80% do total).

A redução do montante das bonificações concedidas em relação ao ano de 1990 resulta do facto de muitas das operações estarem a atingir o limite dos seus planos de utilização do crédito.

Milhões de escudos

Ano	Campanha	Exportação	Investimento	Habitação	Outros Créditos	TOTAL
1990	0	0	1 552	4 852	0	6 404
1991	0	0	1 126	4 356	0	5 482

### 4. GESTÃO DE FUNDOS AUTÓNOMOS

#### 4.1 Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (em liquidação)

Conforme determinado pelo Decreto-Lei n.º 403/90, de 23 de Dezembro, que extinguiu o Fundo de Garantia de Riscos Cambiais, o Banco de Portugal continuou a assegurar a gestão de todos os processos activos à data da extinção.

Para além da gestão acima referida, o ano de 1991 foi quase integralmente devotado às tarefas de liquidação do Fundo e, sobretudo, à regularização dos pagamentos atrasados e acumulados ao longo de vários anos em que o Fundo não dispôs de suficiente dotação financeira.

Em 15 de Maio foi apresentado superiormente o Relatório e Contas de 1990, até à data da extinção, ou seja 30 de Novembro. O mesmo documento foi também enviado ao Tribunal de Contas. Foi com base nestas contas que se procedeu à regularização dos atrasados, depois de reconciliados os respectivos valores com os bancos intervenientes nos processos de garantia de câmbio, quer como partes contratantes, quer como intermediários dos seus clientes.

Como é natural, esta tarefa de reconciliação tem sido morosa e não está ainda totalmente concluída. Trata-se de processos com vários anos, na maioria envolvendo complexas reestruturações de dívidas de PALOP's, com implicações nos contratos de garantia de câmbio, que exigiram um longo processo negocial, nalguns casos ainda não finalizado à data da extinção do Fundo. De qualquer forma estão praticamente regularizados todos os pagamentos referentes à data da extinção, faltando apenas a reconciliação com um banco e a resolução de alguns pequenos "diferendos" relacionados com as aludidas reestruturações.

Entretanto foi também retomado o pagamento regular das operações que correntemente se vão vencendo, para o que se tem contado com a colaboração e empenho da Direcção-Geral do Tesouro que, nos termos legais, proporciona os necessários meios financeiros.

No final de 1991 encontravam-se ainda em vida cerca de 850 processos de cobertura de risco cambial.

## 4.2 Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo

Manteve-se em 450 milhões de escudos a contribuição do Banco para o Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, a cuja Comissão Directiva, presidida, nos termos do Decreto-Lei n.º 182/87, de 21 de Abril, por um dos Administradores do Banco, continuou a ser prestado o necessário apoio técnico e administrativo.

Será de referir também que, em consequência da aplicação do novo regime do Crédito Agrícola Mútuo, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 24/91, de 11 de Janeiro, procedeu-se à constituição do Sistema Integrado do Crédito Agrícola Mútuo (SICAM), tornada pública pelo Banco, através do Aviso n.º 11/91, de 14 de Dezembro.

## 4.3 Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado

No ano de 1991 deram entrada no Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado (FEARC) quatro pedidos de bonificação, o que perfaz um total de dez pedidos com os entrados nos anos anteriores.

Os processos aprovados durante o ano respeitam a empréstimos no valor de 229 996 milhares de escudos, a que correspondem despesas de investimento que se elevam a 406 864 milhares de escudos.

A actividade do FEARC no que concerne ao pagamento de bonificações aumentou substancialmente. De facto, as bonificações a cargo do Fundo elevaram-se em 1991 ao montante aproximado de 25 702 milhares de escudos, contra a quantia de 281 milhares de escudos paga no ano anterior.

A situação líquida do FEARC atingiu, em 1991, o montante de 7 527 052 milhares de escudos contra 6 472 109 milhares de escudos no final de 1990. Este acréscimo resultou da gestão dos recursos do Fundo, norteadas pela escolha, após consulta às instituições de crédito, das melhores condições de prazos e taxas de juro em cada uma das aplicações efectuadas ao longo do ano.

## 5. CIRCULAÇÃO FIDUCIÁRIA

### 5.1 Notas em circulação

O valor das notas em circulação atingiu, no final de 1991, 736 186 milhões de escudos, tendo crescido 9,2% relativamente a 1990, ou seja 61 893 milhões de escudos.

Foram entretanto retiradas da circulação em 31 de Outubro de 1991 as notas de 1 000\$00, ch. 11, efígie "D. Pedro V".

No quadro seguinte discrimina-se, por tipos, o valor das notas em circulação no final dos últimos dois anos, evidenciando-se ainda com interesse o peso que as notas de 5 000\$00 e 10 000\$00, em conjunto, representam na respectiva estrutura, que é de 84,5%.

TIPO	Em milhões de escudos		%	
	1990	1991	1990	1991
10 000\$	151 933	217 236	22,5	29,5
5 000\$	401 912	404 741	59,6	55,0
2 000\$		10 167		1,4
1 000\$	99 778	87 591	14,8	11,9
500\$	14 274	14 054	2,1	1,9
100\$	6 396	2 397	1,0	0,3
	674 293	736 186	100,0	100,0

Refira-se, por outro lado, que a nota de 2 000\$00, ch. 1, com a efígie de "Bartolomeu Dias", criada pelo Decreto-Lei n.º 366/91, de 4 de Outubro, foi lançada em circulação em 23 do mesmo mês, constituindo a primeira de uma série em que a motivação figurativa terá por base o tema "Portugal e os Descobrimentos".

No quadro seguinte mostram-se as quantidades de notas novas lançadas na circulação nos dois últimos anos, para atender às necessidades do consumo e à substituição das notas incapazes:

TIPO	Em milhões de notas	
	1990	1991
10 000\$	12	11
5 000\$	20	24
2 000\$		6
1 000\$	54	58
500\$	24	19
100\$	20	
	130	118

Resta salientar que o valor médio das notas em circulação continuou a aumentar nos últimos anos, como pode observar-se pelos seguintes dados:

Final do ano de	Valor médio das notas em circulação
1987	1 530\$
1988	1 648\$
1989	1 836\$
1990	2 342\$
1991	2 975\$

## 5.2 Moeda metálica

Foi posta em circulação pelo Banco, no 3.º trimestre de 1991, o novo tipo de moeda corrente de 200\$00, bimetálica, criada pelo Decreto-Lei n.º 156/91, de 23 de Abril.

Foram igualmente lançadas em circulação em 1991 e distribuídas por intermédio das instituições de crédito as seguintes moedas comemorativas:

- Alusivas aos 350 anos da Restauração da Independência (Decreto-Lei n.º 364/90, de 24 de Novembro), em 18 de Março de 1991;

- Alusivas ao centenário da morte de Camilo Castelo Branco (Decreto-Lei n.º 363/90, de 24 de Novembro), em 18 de Março de 1991;
- Alusivas às viagens pré-colombinas para ocidente (Decreto-Lei n.º 193/91, de 25 de Maio), em 9 de Dezembro de 1991;
- Alusivas à permanência de Colombo em Portugal (Decreto-Lei n.º 193/91, de 25 de Maio), em 9 de Dezembro de 1991.

## 5.3 Moeda emitida e limite legal de emissão

No quadro seguinte discriminam-se as moedas emitidas e os limites legais de emissão da moeda metálica nacional:

Moeda	Emitidas pelo Estado					Limite legal de emissão	Diferença entre o limite legal de emissão e a importância emitida
	Entregues INCM	Em circulação	Nas caixas do Banco de Portugal*	Moeda comemorativa em reserva no Banco de Portugal*	Total		
<b>DIVISIONÁRIA E DE TROCO</b>							
<b>Bronze</b>							
\$50 .....		139 969 872\$50	30 127\$50		140 000 000\$00	170 000 000\$00	30 000 000\$00
<b>Latão-níquel</b>							
1\$00 .....		350 993 869\$00	8 827 022\$00		359 820 891\$00	450 670 000\$00	90 849 109\$00
5\$00 .....		1 006 344 530\$00	85 014 925\$00		1 091 359 455\$00	1 450 000 000\$00	358 640 545\$00
10\$00 .....		1 139 861 170\$00	130 927 740\$00		1 270 788 910\$00	1 700 000 000\$00	429 211 090\$00
<b>Cuproníquel</b>							
2\$50 .....	122 010 000\$00	1 263 082 982\$50	25 642 917\$50		1 410 735 900\$00	1 485 000 000\$00	74 264 100\$00
20\$00 .....		3 495 484 360\$00	533 173 460\$00		4 028 657 820\$00	6 500 000 000\$00	2 471 342 180\$00
50\$00 .....		4 858 053 700\$00	425 890 850\$00		5 283 944 550\$00	8 500 000 000\$00	3 216 055 450\$00
100\$00 .....		10 301 484 800\$00	1 451 194 200\$00		11 752 679 000\$00	20 000 000 000\$00	8 247 321 000\$00
200\$00 .....		3 053 022 000\$00	3 547 978 000\$00		6 601 000 000\$00	30 000 000 000\$00	23 399 000 000\$00
<b>TOTAL .....</b>	<b>122 010 000\$00</b>	<b>25 608 297 284\$00</b>	<b>6 208 679 242\$00</b>		<b>31 938 986 526\$00</b>	<b>70 255 670 000\$00</b>	<b>38 316 683 474\$00</b>
<b>COMEMORATIVA</b>							
<b>Latão-níquel</b>							
10\$00 .....		20 167 460\$00	1 200\$00	2 000\$00	20 170 660\$00	20 700 000\$00	529 340\$00
<b>Cuproníquel</b>							
25\$00 .....		137 399 225\$00	90 775\$00	10 000\$00	137 500 000\$00	137 500 000\$00	0\$00
100\$00 .....		1 743 862 200\$00	35 817 800\$00	320 000\$00	1 780 000 000\$00	1 984 800 000\$00	204 800 000\$00
200\$00 .....		569 527 200\$00	30 392 800\$00	80 000\$00	600 000 000\$00	800 000 000\$00	200 000 000\$00
250\$00 .....		426 014 750\$00	2 463 250\$00	100 000\$00	428 578 000\$00	687 500 000\$00	258 922 000\$00
<b>Prata</b>							
25\$00 .....		750 000\$00	0\$00	0\$00	750 000\$00	750 000\$00	0\$00
100\$00 .....		59 983 100\$00	0\$00	0\$00	59 983 100\$00	128 700 000\$00	68 716 900\$00
200\$00 .....		0\$00	0\$00	0\$00	0\$00	42 800 000\$00	42 800 000\$00
250\$00 .....		17 679 250\$00	0\$00	0\$00	17 679 250\$00	54 250 000\$00	36 570 750\$00
500\$00 .....		102 241 000\$00	8 000\$00	2 000 000\$00	104 249 000\$00	130 000 000\$00	25 751 000\$00
750\$00 .....		153 361 500\$00	12 000\$00	3 000 000\$00	156 373 500\$00	195 000 000\$00	38 626 500\$00
1000\$00 .....		410 349 000\$00	10 114 000\$00	8 000 000\$00	428 463 000\$00	1 680 000 000\$00	1 251 537 000\$00
<b>TOTAL .....</b>	<b>0\$00</b>	<b>3 641 334 685\$00</b>	<b>78 899 825\$00</b>	<b>13 512 000\$00</b>	<b>3 733 746 510\$00</b>	<b>5 862 000 000\$00</b>	<b>2 128 253 490\$00</b>
<b>TOTAL GERAL .....</b>	<b>122 010 000\$00</b>	<b>29 249 631 969\$00</b>	<b>6 287 579 067\$00</b>	<b>13 512 000\$00</b>	<b>35 672 733 036\$00</b>	<b>76 117 670 000\$00</b>	<b>40 444 936 964\$00</b>

\* Para além destes valores, existem ainda no Banco de Portugal, "moeda comemorativa em reserva", 135 766 665\$90 de moedas.

## 6. SERVIÇO DO TESOURO PÚBLICO

No exercício das suas funções como Caixa Geral do Tesouro e Cofre Central do Tesouro nos distritos administrativos, o Banco procedeu, em 1991, às entradas, saídas e transferências de fundos de conta do Tesouro.

Em 31 de Dezembro a conta-corrente do Tesouro apresentava o saldo devedor 223,7 mil milhões de escudos, reflectindo a utilização da conta gratuita aberta pelo Banco, nos termos do Art.º 26.º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, cujo limite foi fixado, para o ano, em 203,8 mil milhões de escudos, e também a consolidação do saldo credor da conta da Junta do Crédito Público.

No âmbito da execução da política monetária, o Banco tem vindo a remunerar os recursos disponíveis do Tesouro, constituídos sob a forma de depósitos à vista, cujas contas no final do ano apresentavam os seguintes saldos credores:

- Tesouro Público-c/Aplicação – Bilhetes do Tesouro, 787,1 mil milhões de escudos;
- Tesouro Público-c/Aplicação – Recursos Disponíveis, 6,2 mil milhões de escudos;
- Fundo de Regularização da Dívida Pública, 35,1 mil milhões de escudos.

O Banco continuou ainda a executar operações por conta e ordem do Tesouro, através das contas sob a sua administração, bem como a prestar o serviço de conservadoria de títulos da carteira do Estado, com a inerente cobrança dos rendimentos e reembolsos.

Nos cofres distritais procedeu também aos pagamentos e recebimentos por conta da Junta do Crédito Público, cuja conta de depósito apresentava o saldo credor de 19,9 mil milhões de escudos.

As Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira continuam, nos termos da lei, a beneficiar de crédito sem juros, através da movimentação de contas-correntes, cujos limites foram fixados, respectivamente, em 5,5 e 3,4 mil milhões de escudos.

## 7. ACTIVIDADES DIRIGIDAS AO SISTEMA BANCÁRIO

### 7.1 Supervisão do sistema bancário

O ano de 1991 manteve, neste domínio, em termos gerais, as características já apontadas em anos anteriores e que poderão ser resumidas como segue:

- Aumento do número das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal e maior diversificação da natureza destas instituições;

- Publicação de novos diplomas visando o aperfeiçoamento dos instrumentos que possibilitam o exercício da supervisão prudencial;
- Activa participação em Grupos de Trabalho incumbidos de preparar projectos de regulamentação, designadamente decretos-leis e directivas comunitárias;
- Actualização dos métodos de trabalho e melhoria dos meios de informação utilizados no acompanhamento da actividade e da evolução da situação económico-financeira das instituições de crédito e parabancárias;
- Cumprimento dos planos de inspecções gerais.

#### 7.1.1 Actividades de ordem externa

Elementos do Departamento de Supervisão Bancária (DSB) participaram em diversos Grupos de Trabalho comunitários encarregados de tratar as seguintes matérias:

- Supervisão em base consolidada;
- Grandes riscos;
- Serviços de investimento;
- Adequação do capital das entidades que operam nos mercados de valores mobiliários;
- Revisão das directivas sobre rácio de solvabilidade e fundos próprios;
- Sistema de garantia de depósitos;
- Utilização do sistema financeiro no “branqueamento do dinheiro”;
- Preparação da posição comunitária relativamente aos serviços financeiros nas negociações do *Uruguay Round*.

A Direcção do DSB esteve presente em todas as reuniões do “Grupo de Contacto”. Este Grupo, que é formado por representantes dos organismos ou departamentos encarregados da supervisão bancária nos Estados Comunitários, reuniu, em 1991, cinco vezes, tendo abordado diversos temas de grande importância e actualidade na área da sua competência, de que se pode destacar a análise da cooperação futura das autoridades do país de origem e do país de acolhimento na supervisão das sucursais de bancos estabelecidos em países comunitários diferentes do da respectiva sede.

#### 7.1.2 Actividades de ordem interna

**7.1.2.1** Tendo entrado em vigor, em 1990, o novo Plano de Contas para o Sistema Bancário, que foi, inicialmente, apenas utilizado pelos Bancos, procedeu-se durante o ano de 1991 à preparação de planos de

contas para os outros tipos de instituições de crédito e parabancárias, para aplicação a partir de 1.1.1992.

Assim, foram ultimados os planos de contas destinados a:

- Caixa Central e Caixas de Crédito Agrícola Mútuo;
- Caixas Económicas;
- Agências de Câmbios;
- Sociedades de Desenvolvimento Regional;
- Sociedades Financeiras para Aquisições a Crédito;
- Sociedades de Investimento;
- Sociedades de Locação Financeira;
- Sociedades de *Factoring*;
- Sociedades Corretoras;
- Sociedades Financeiras de Corretagem;
- Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário;
- Sociedades Gestoras de Patrimónios;
- Sociedades Administradoras de Compras em Grupo;
- Fundos de Investimento Mobiliário;
- Fundos de Investimento Imobiliário.

**7.1.2.2** Efectuou-se a análise sistemática dos elementos de informação recebidos das instituições e procedeu-se à verificação do cumprimento, por parte destas, das normas de supervisão prudencial aplicáveis.

Assim, o DSB analisou, entre outros, a concentração de crédito (grandes riscos), o rácio de solvabilidade, o rácio de imobilizado, os limites em matéria de participações financeiras, o nível das provisões constituídas, os limites de endividamento, etc.

Iniciou-se, ainda, a recolha trimestral de informação, junto dos Bancos, dos riscos soberanos e/ou transferência e respectivas coberturas – elementos que possibilitarão uma futura decisão quanto à constituição de provisões para cobertura do risco-país (prevista no Aviso n.º 13/90, de 4 de Dezembro).

**7.1.2.3** Em 1991, foram efectuadas as seguintes inspecções gerais:

#### Instituições Monetárias

- Bancos e sucursais de Bancos estrangeiros .....	12	
- Caixas Económicas .....	2	
- Sucursais <i>off-shore</i> .....	7	
- Caixas de Crédito Agrícola Mútuo e Caixa Central ..	92	113

#### Instituições não Monetárias

- Sociedades de investimento .....	3	
- Sociedades de locação financeira .....	4	
- Sociedades gestoras de fundos de investimento .....	3	
- Sociedades administradoras de compras em grupo ..	12	
- Sociedades financeiras para aquisições a crédito .....	2	
- Sociedades financeiras de corretagem .....	2	
- Sociedades gestoras de patrimónios .....	1	
- Outras .....	1	28
- Total .....		141

Em 1990 haviam sido inspeccionadas 111 instituições (85 monetárias e 26 não monetárias).

**7.1.2.4** No ano findo, o universo das instituições registadas no Banco de Portugal voltou a aumentar de forma significativa, ao mesmo tempo que se alargou o leque, quanto à natureza, das entidades sujeitas à supervisão do Banco Central.

Aquele crescimento foi consequência, sobretudo, do aparecimento de novas parabancárias, pois o número de instituições de crédito manteve-se relativamente estável (o acréscimo de bancos foi, em grande parte, compensado pela redução do número de caixas económicas).

Neste domínio, há a destacar o aparecimento das primeiras agências de câmbios (previstas no n.º 3 do Art.º 11.º do Decreto-Lei n.º 13/90, de 8 de Janeiro) e o facto de as sociedades de capital de risco e as sociedades de fomento empresarial terem, nos termos do Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, passado a integrar o conjunto de entidades sujeitas ao acompanhamento permanente por parte do Departamento de Supervisão Bancária.

Em contrapartida, e na sequência de inspecções realizadas pelo Banco de Portugal, foram revogadas, só em 1991, 10 autorizações para o funcionamento de sociedades administradoras de compras em grupo (das 28 empresas registadas em 1989 – ano em que estas empresas passaram a ficar sujeitas à supervisão do Banco Central – 14 estão, actualmente, em processo de liquidação).

Toda esta evolução exigiu, como é evidente, um crescente volume de trabalho ao Gabinete do Departamento de Supervisão Bancária encarregado de dar parecer sobre os pedidos de constituição de novas unidades do sistema bancário e de acompanhar, naquilo que ao Banco de Portugal respeita, os processos de liquidação das instituições a quem foi revogada a autorização.

**7.1.2.5** Dando continuidade aos esforços desenvolvidos em anos anteriores com vista a melhorar o sistema de normas prudenciais aplicáveis às instituições de crédito

e parabancárias e aperfeiçoar o enquadramento jurídico das mesmas, foram publicados, em 1991, diversos diplomas, legais ou regulamentares, cujos projectos ou foram preparados pelo Banco de Portugal ou receberam a contribuição deste Banco.

De entre esses diplomas, destacamos:

- O Decreto-Lei n.º 24/91, de 11 de Janeiro, que reformulou integralmente o regime jurídico do crédito agrícola mútuo;
- O Decreto-Lei n.º 25/91, de 11 de Janeiro, que estabeleceu o novo regime jurídico das sociedades de desenvolvimento regional;
- O Decreto-Lei n.º 186/91, de 17 de Maio, que fixou os novos limites à participação das instituições de crédito no capital de outras empresas e estabeleceu um novo “rácio do imobilizado”;
- O Decreto-Lei n.º 187/91, de 17 de Maio, que criou os chamados “fundos de investimento de capital de risco”;
- O Decreto-Lei n.º 237/91, de 2 de Julho, que estabeleceu o novo regime jurídico das sociedades administradoras de compras em grupo;
- O Decreto-Lei n.º 433/91, de 7 de Novembro, que funde e actualiza os regimes jurídicos das sociedades de capital de risco e de fomento empresarial e sujeita todas estas instituições à supervisão do Banco de Portugal;
- O Decreto-Lei n.º 454/91, de 28 de Dezembro, que alterou profundamente o sistema de medidas de restrição ao uso do cheque (matéria anteriormente regulada pelo Decreto-Lei n.º 14/84, de 11 de Janeiro);
- O Aviso n.º 1/91, que fixou as regras de constituição e de funcionamento das “agências de câmbios”;
- O Aviso n.º 4/91, que reformulou as regras prudenciais aplicáveis às sociedades de *factoring*;
- O Aviso n.º 12/91, que, transpondo para o ordenamento jurídico português normas da Directiva Comunitária n.º 89/117/CEE, fixou regras quanto à publicação das contas anuais das sucursais de bancos e outras instituições financeiras estrangeiras.

De referir, ainda, neste domínio, que o Banco de Portugal preparou e remeteu ao Ministério das Finanças um projecto de Decreto-Lei sobre consolidação de contas anuais; foram igualmente preparadas as respectivas instruções técnicas sobre esta matéria, que serão emitidas logo que aquele diploma seja publicado.

A publicação de alguns dos diplomas atrás mencionados exigiu que fossem desenvolvidos pelo Banco de Portugal vários trabalhos complementares.

É o caso, a título de exemplo, do Decreto-Lei n.º 24/91 (Regime Jurídico do Crédito Agrícola Mútuo), que implicou:

- A análise dos estatutos da Caixa Central e das Caixas de Crédito Agrícola Mútuo (em número superior a 220);
- A preparação do Aviso n.º 11/91, dando público conhecimento de que está constituído o Sistema Integrado do Crédito Agrícola Mútuo (SICAM);
- A preparação de outra regulamentação prudencial relativa a:
  - provisões
  - aplicações em títulos de dívida pública
  - limites das participações financeiras e do imobilizado
  - limites ao crédito concedido pelas caixas agrícolas como agentes da Caixa Central
  - limites à concessão de crédito pela Caixa Central para actividades não agrícolas.

**7.1.2.6** As infracções às normas reguladoras dos mercados monetário e financeiro e da actividade das entidades que neles actuam motivaram a abertura de 153 processos (quando no ano anterior se verificou um total de 230 e de 168 em 1989).

Esta redução do número de processos deveu-se, principalmente, ao facto de, no decurso de 1991, terem deixado de ser instruídos processos por infracções no domínio do mercado de capitais, por virtude de se ter alterado a legislação aplicável.

Por outro lado, além dos processos acima referidos, foram abertos outros (cerca de 275) no seguimento de queixas ou reclamações contra a actuação de instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal.

**7.1.2.7** Contrariando a tendência que se vinha verificando desde 1988, aumentou (em 26,3%) o número de propostas recebidas das instituições de crédito para aplicação de medida de restrição ao uso do cheque, ao abrigo do Decreto-Lei n.º 14/84, de 11 de Janeiro.

Também o número de processos abertos neste domínio registou, relativamente ao ano anterior, um acréscimo de 5%, não obstante a publicação do Acórdão n.º 430/91 do Tribunal Constitucional ter feito cessar, a partir de 09.12.91, a instauração de tais processos.

O volume de informações prestadas a entidades judiciais e policiais sobre a habitualidade de emissão de cheques sem provisão voltou a aumentar (41 511 respostas em 1991, contra 32 177 em 1990 e 16 127 em 1988).

## 7.2 Compensação interbancária

Pelo quadro a seguir podemos verificar que o movimento de liquidação efectuado pelas operações de compensação interbancária continuou a aumentar significa-

tivamente, em cada uma das zonas, não só no total das quantidades de documentos apresentados como nos respectivos valores, com excepção da zona "outros distritos", por terem sido extintas a partir de 1 de Agosto de 1990 as compensações regionais no continente.

	LISBOA		PORTO		OUTROS DISTRITOS		TOTAL	
	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos
1990	110 115	67 671 355	61 903	12 070 126	14 084	2 122 748	186 102	81 864 229
1991	123 683	94 473 282	72 020	12 854 474	7 182	1 214 845	202 885	108 542 600

Conforme se observa pelo quadro seguinte, diminuíram as quantidades e os valores dos documentos devolvidos.

	QUANTIDADE		VALOR	
	(1000)	%	Milhões de escudos	%
1990	2 738	1,5	645 858	1,0
1991	2 682	1,3	608 703	0,6

No propósito de assimilar ao Serviço de Telecompenção todos os documentos compensáveis, no qual estão já abrangidos os cheques e os efeitos, prosseguiram durante o ano os estudos para a inclusão de uma parte substancial das transferências interbancárias, o que deverá ocorrer no princípio de 1992.

## 7.3 Centralização de riscos do crédito

Prosseguindo o objectivo de proporcionar às diversas unidades do sistema bancário um instrumento que lhes permita avaliar os riscos das suas operações activas, o Banco de Portugal, de conformidade com o disposto no Decreto-Lei n.º 47 909, de 7 de Setembro de 1967, continuou a assegurar o serviço de centralização dos saldos, em fim de mês, do crédito concedido, e a sua divulgação pelo sistema.

No quadro seguinte, apresenta-se a centralização de responsabilidades, referente ao último biénio, reportada, respectivamente, a 31 de Dezembro e 30 de Novembro.

	Responsabilidades			Entidades abrangidas
	(Saldos em mil milhões de escudos)			
	Por desembolso	Extrapatrimoniais	Totais	
1990	3 002,5	718,5	3 721,0	122 127
1991	3 759,3	901,7	4 661,0	142 697

## 7.4 Centralização de Apontes e Protestos

Durante o exercício de 1991, o Banco de Portugal, no âmbito das atribuições previstas na alínea b) do Artigo 22.º da sua Lei Orgânica, prosseguiu a actividade de centralização dos incidentes de crédito e a respectiva divulgação pelo sistema bancário.

Em relação ao ano anterior, verificou-se um aumento de cerca de 17% e 59%, respectivamente, em número de incidentes de crédito e em montantes.

	APONTES		PROTESTOS		TOTAL	
	Número (milhares)	Mil milhões de escudos	Número (milhares)	Mil milhões de escudos	Número (milhares)	Mil milhões de escudos
1990	7,8	5,8	28,4	18,7	36,2	24,5
1991	8,2	6,3	34,1	32,7	42,3	39,0

## 7.5 Centralização de Balanços

No decurso do ano de 1991, a Central de Balanços, prosseguindo o seu objectivo de propiciar às empresas e a outras entidades elementos que sirvam de referência à apreciação da estrutura empresarial portuguesa, edi-

tou 255 “QUADROS DE SITUAÇÃO”, respeitantes ao exercício de 1989, abrangendo 5006 empresas, a cada uma das quais foi também tempestivamente enviado um “Quadro Síntese” da empresa, desenvolvido como instrumento de apoio à gestão, donde constam, entre outros elementos, um conjunto de rácios, uma síntese dos resultados, um mapa de origem e de aplicação de fundos e um gráfico de equilíbrio financeiro.

Os “QUADROS DE SITUAÇÃO” editados continuaram, na medida em que a salvaguarda dos segredos estatístico e bancário o permitiram, a ser desagregados por “Pequenas e Médias Empresas – PME” e “Outras Empresas”.

Em 1990 (exercício de 1989), aderiram à Central de Balanços 5310 empresas, representando 28% do total das empresas consultadas.

A taxa de cobertura da amostra em relação aos totais nacionais das indústrias extractiva e transformadora foi a seguinte:

	<b>Taxa de cobertura</b>
	%
PIB pm	60
Vendas	65
Emprego	48

Na campanha de 1991 (exercício de 1990), iniciada em Abril, mantiveram-se os sectores de actividade abrangidos, tendo sido enviados formulários de inquérito a cerca de 25 000 empresas das indústrias extractiva e transformadora.

Durante o 3.º trimestre de 1991, foram efectuados alguns ajustamentos ao formulário de inquérito e à metodologia adoptada, contemplando as alterações introduzidas ao novo Plano Oficial de Contabilidade pelo Decreto-Lei n.º 238/91, de 2 de Julho.

No final de 1991, ficaram concluídos os estudos e contactos com Associações Empresariais para alargamento dos trabalhos aos sectores da Construção Civil e Obras Públicas, Transportes e Hotelaria, e editou-se um novo “Manual de Análise” destinado a facilitar a compreensão das publicações da Central de Balanços e a sua utilização, o qual será enviado a todas as empresas aderentes e às Associações Empresariais e demais utilizadores.

A Central de Balanços, na sua qualidade de membro fundador do Comité Europeu das Centrais de Balanços, criado em 1987 com o objectivo de contribuir para o aperfeiçoamento da análise dos dados das empresas através da troca de experiências, da aproximação de técnicas de tratamento e da realização de trabalhos em comum, participou nas reuniões anuais deste Comité, na última das quais, que teve lugar em Bruxelas no dia 22 de Novembro de 1991, participou igualmente o Director-Geral dos Negócios Económicos e Financeiros (DG I) da Comissão das Comunidades Europeias.

No decurso de 1991, a Central de Balanços colaborou activamente nos trabalhos desenvolvidos pelos Grupos de Trabalho criados pelo referido Comité, em particular no 1.º Grupo de Trabalho, que tem por objectivo estudar a harmonização das metodologias utilizadas pelas diferentes Centrais de Balanços, no âmbito da aplicação da IV Directiva da Comunidade Económica Europeia.

No plano internacional, cita-se ainda a continuação do fornecimento de dados sectoriais ao projecto “BANCO DE DADOS HARMONIZADO SOBRE AS CONTAS DAS EMPRESAS (BACH)”, que funciona junto da Comissão das Comunidades Europeias, em Bruxelas, e que visa disponibilizar informação uniformizada de contas agregadas de sectores de actividade económica de países europeus, dos Estados Unidos da América e do Japão.

## **8. RELAÇÕES COM ORGANISMOS INTERNACIONAIS E OUTROS BANCOS CENTRAIS**

### **8.1 Fundo Monetário Internacional**

Em Julho de 1991, esteve em Portugal uma missão do FMI com o objectivo de realizar o exame intercalar da nossa economia, para o que foram efectuados os habituais contactos com entidades oficiais e privadas. Esta missão registou a evolução favorável da economia portuguesa, embora continuem a ser motivos de preocupação os valores da inflação, o nível dos défices orçamentais e o crescimento excessivamente rápido dos salários.

Portugal deu acordo à 9.ª Revisão Geral de Quotas (Portaria do Ministério das Finanças de 29 de Janeiro de 1991) e aprovou a 3.ª Emenda ao Acordo relativo ao FMI (Resolução da Assembleia da República publicada em 26 de Junho de 1991). No entanto por atrasos verificados com outros países, nem as novas quotas (acréscimo da ordem de 50%) nem a Emenda ao Acordo entraram ainda em vigor.

Prosseguiu a execução de operações no âmbito dos orçamentos operacionais trimestrais do FMI, pelas quais Portugal fornece escudos e recebe a respectiva contrapartida em Direitos de Saque Especiais.

O significativo aumento da posição de reserva de Portugal no FMI, iniciado em 1989, teve no ano de 1991 o seu valor mais elevado, atingindo SDR 65.1 milhões, contra apenas SDR 28,8 milhões em 1990 e SDR 17.3 milhões em 1989.

Aquele exercício resultou de doze operações que Portugal foi chamado a realizar ao longo do ano no âmbito dos orçamentos operacionais, tendo cinco, num

valor global de SDR 97,2 milhões, sido por débito da conta n.º 1 do FMI e sete, num montante total de SDR 32,1 milhões, ocorrido por crédito da referida conta.

O Banco de Portugal participou na Assembleia Anual do FMI, realizada em Bangkok de 15 a 17 de Outubro de 1991, e ainda nas reuniões semestrais do Comité Intercalar, que tiveram lugar em 29 de Abril e 13 de Outubro de 1991.

## 8.2 Banco de Pagamentos Internacionais

O Banco de Portugal participou na Assembleia Geral Ordinária deste Banco, efectuada em Basileia, em 10 de Junho de 1991.

Participou igualmente em várias reuniões de trabalho de carácter técnico, no âmbito das actividades específicas desta instituição.

## 8.3 Comunidade Económica Europeia

O Comité Monetário e o Comité dos Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros das Comunidades Europeias, respectivos Comités de *Alternates* e Sub-Comités, todos eles com representantes do Banco de Portugal, desenvolveram uma actividade intensa em 1991, com vista à preparação do processo de União Económica e Monetária (UEM).

O Comité Monetário desempenhou um papel de relevo nos trabalhos preparatórios das negociações para a UEM – Conferência Intergovernamental (CIG) –, em especial no que se refere à Política Orçamental e procedimento para a identificação e correcção de défices orçamentais excessivos, e à definição dos critérios de convergência para a entrada na fase final da UEM. No mesmo sentido, a análise dos Programas de Convergência dos países com problemas particulares, a supervisão das economias comunitárias e os exames a países constituíram outras das tarefas do Comité Monetário.

O Comité dos Governadores dos Bancos Centrais (CGBC), com a assistência do seu Comité de *Alternates*, elaborou, no âmbito da UEM e da CIG, os Projectos de Estatutos do Instituto Monetário Europeu (IME) e do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SECB) e Banco Central Europeu (BCE), instituições a serem criadas na 2.ª e 3.ª fases da UEM, respectivamente. A vigilância das evoluções e das políticas económicas e financeiras globais dos Estados-Membros e, em particular, dos mercados e das políticas cambiais, bem como das políticas monetárias, foram outras das tarefas deste Comité. Ainda no âmbito do funcionamento do Comité

dos Governadores, caberá salientar que o Vice-Governador do Banco de Portugal, Prof. António Borges, foi nomeado, em Setembro de 1991, presidente do Sub-Comité de Política Monetária.

O Banco de Portugal continuou a participar no acompanhamento concertado dos mercados cambiais, quer através das reuniões do Sub-Comité de Política Cambial (na função de *Monitoring Group*) e do Grupo de Concertação (alargado a mais oito países exteriores à CEE), quer através de concertações telefónicas diárias e semanais, tendo ainda participado em intervenções concertadas de vários bancos centrais.

Uma facilidade de reciclagem no Sistema de *Clearing* do ECU privado, intermediada pelo Banco de Pagamentos Internacionais, como Agente do Sistema, entrou em vigor a 1 de Agosto de 1991, para melhorar o seu funcionamento. Com o mesmo objectivo, o Banco de França implementou, a 25 de Setembro de 1991, uma facilidade bilateral, tendo outros Bancos Centrais Comunitários, entre os quais o Banco de Portugal, proposto facilidades semelhantes.

Os Acordos de *swap* bilaterais entre os Bancos Centrais da Comunidade Europeia e o Banco da Noruega, para fins de intervenção, assinados no final de 1990, para vigorarem por um período de um ano, na sequência da decisão unilateral das autoridades norueguesas de ligarem a sua moeda ao ECU, foram renovados em 1991, por mais um ano.

Na área das relações cambiais entre os Estados-Membros das Comunidades Europeias, será ainda de referir que o já mencionado Comité das Estatísticas Monetárias, Financeiras e da Balança de Pagamentos terá como uma das suas missões a melhoria das estatísticas do ECU privado.

No âmbito do Comité de Governadores foi entretanto criado um grupo *ad hoc* sobre Sistemas de Pagamento nos países da CEE que conta com a participação do Banco de Portugal e tem como objectivo analisar os diferentes sistemas de pagamentos existentes e propor medidas neste capítulo tendo em vista a realização da União Económica e Monetária.

O Banco de Portugal assegurou ainda a participação nos Comités Consultivo Bancário e outros Grupos de Trabalho respeitantes a matérias bancárias e financeiras, nomeadamente no campo da supervisão.

O Banco, através dos seus representantes, colaborou no estudo e preparação de directivas ligadas à sua actividade, nomeadamente no que diz respeito a: grandes riscos, garantia de depósitos, controlo em base consolidada, adequação dos fundos próprios e branqueamento de capitais, além de outros.

Prosseguiu a colaboração nos trabalhos relativos à preparação das posições das CE's no GATT, nos aspectos respeitantes à liberalização do comércio internacional de serviços bancários.

#### 8.4 OCDE

O Banco de Portugal participou em reuniões de Comitês Técnicos da OCDE, com relevo para os trabalhos relativos à informação anual sobre a economia portuguesa, efectuados no âmbito do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas de Desenvolvimento.

Verificou-se ainda a participação nos trabalhos sobre contas nacionais, estatísticas de serviços, estatísticas financeiras, perspectivas económicas a curto prazo e integração dos países da Europa Central e Oriental na economia mundial de mercado, entre outros.

Proseguiu também a participação nas reuniões dos Grupos de Trabalho sobre crédito à exportação, no âmbito da Comunidade Europeia e da OCDE, através da representação do Banco de Portugal na Comissão Nacional de Garantias de Crédito e subsequentemente no Conselho de Garantias Financeiras, com vista, nomeadamente, às negociações e revisão do *Consensus* e acordos sectoriais a ele anexos.

#### 8.5 UNCTAD

Proseguiu a participação do Banco nos trabalhos preparatórios da oitava sessão da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD – VIII) que veio a realizar-se em Fevereiro de 1992 na Colômbia.

O Banco fez-se representar, a nível técnico, nas duas reuniões do Conselho do Comércio e Desenvolvimento (TDB) da UNCTAD, que tiveram lugar em Março e em Setembro/Outubro de 1991, em Geneve. O TDB efectuou ainda uma sessão especial, em Dezembro de 1991, como preparação final para a UNCTAD – VIII. Esta reunião teve também participação do Banco a nível técnico.

#### 8.6 Banco Interamericano de Desenvolvimento

Durante o ano de 1991, prosseguiram normalmente as operações ligadas ao exercício das funções do Banco de Portugal como depositário dos haveres em escudos desta instituição.

#### 8.7 Centro de Estudos Monetários Latino-Americanos (CEMLA)

Na sequência de convite dirigido ao Banco de Portugal, foi enviada representação às reuniões de Abril e Outubro de 1991.

#### 8.8 Banco Africano de Desenvolvimento/Fundo Africano de Desenvolvimento

O Banco de Portugal fez-se representar na delegação portuguesa às Assembleias Anuais do Banco Africano de Desenvolvimento e do Fundo Africano de Desenvolvimento, que se realizaram em Abidjan, de 7 a 9 de Maio de 1991.

Proseguiram durante o ano as operações ligadas à função do Banco de Portugal como depositário dos haveres em Escudos do BAD e do FAD.

#### 8.9 Cooperação com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

Em consonância com as orientações estratégicas definidas para esta área, o aprofundamento das relações de cooperação entre o Banco de Portugal (BP) e os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa (PALOP) é um importante objectivo do BP no quadro das suas actividades de Banco Central e no domínio das relações monetárias internacionais.

A actividade do BP em relação aos PALOP tem sido orientada em três vertentes principais: Assistência Técnica e Consultadoria, Formação Profissional e Acordos de Cooperação Financeira ou Monetária, tendo sido as duas primeiras componentes objecto de Acordos de Cooperação e Assistência Técnica assinados entre o BP e os Bancos Centrais dos cinco durante o ano de 1991.

No âmbito da Assistência Técnica, o Banco de Portugal continuou a prestar, durante 1991, apoio aos Bancos Centrais dos PALOP no esforço de reestruturar os sistemas financeiros, dando assim continuidade a processos encetados em períodos anteriores, na elaboração de legislação financeira, monetária e cambial e ainda na realização de estudos e projectos solicitados pelos referidos bancos. Assim, durante esse ano e a pedido dos Bancos Centrais de Angola, Guiné-Bissau e S. Tomé e Príncipe, deslocaram-se a estes países 14 técnicos, 10 dos quais a Angola, 3 à Guiné-Bissau e 1 a S. Tomé e Príncipe. No âmbito destas acções, será ainda de realçar o apoio prestado, no local, ao encerramento do Banco de Crédito Nacional da Guiné-Bissau, à cedência de rotinas contabilísticas, bem como a documentação correspondente, ao Banco Nacional de Angola e à preparação do processo de abertura de uma delegação do Banco de Portugal em Luanda.

No domínio da Formação Profissional destaca-se o significativo aumento do número de estagiários no BP, facto que é explicado pelo forte impacto que este tipo de cooperação tem junto dos Bancos Centrais dos PALOP e que na prática se concretizou pelo envio de cerca de 78 quadros superiores e intermédios (12 de S. Tomé e Príncipe, 10 de Moçambique, 12 da Guiné-

-Bissau, 2 de Cabo Verde e 42 de Angola) que frequentaram estágios nos diversos departamentos do Banco.

Face à grande adesão a este tipo de acções foi preparada para 1992 a substituição dos referidos estágios, avulsos e não programados, por modalidades diferentes de formação – cursos – que versarão matérias de especial relevância para o exercício das funções do Banco Central, adequadas ao contexto das economias africanas. Estes cursos irão realizar-se em 5 módulos – “Crédito e Supervisão do Sistema Bancário”, “Indicadores de Conjuntura e Estatísticas de Banco Central”, “Programação e Política Macroeconómica”, “Operações com o Exterior” e “Sistema Contabilístico de Banco Central” – estando já confirmadas 43 candidaturas para o ano corrente.

Numa terceira vertente da ajuda aos PALOP, destaca-se o Acordo de Arranjo Monetário (AAM) com a Guiné-Bissau (trata-se da primeira experiência de cooperação monetária entre Portugal e os PALOP após a descolonização), através do qual se pretende contribuir para a estabilização global da economia guineense. Tendo entrado em vigor no início de 1991, o AAM tomou a forma da concessão de uma linha de crédito renovável anualmente (1,6 milhões de contos, em duas *tranches* de igual montante, tendo já sido disponibilizada a 1.<sup>a</sup> *tranche*), como meio de possibilitar que os pagamentos guineenses ao exterior se processassem de forma regular, para além de um aconselhamento em relação às medidas de política cambial, monetária e orçamental.

O AAM, cuja coordenação está a cargo do BP, envolve ainda a permanência de dois técnicos em Bissau (Unidade Técnica do Arranjo Monetário – UTAM), um do Banco de Portugal e o outro do Tesouro Português.

Para além destas iniciativas, um importante contributo para o referido aprofundamento das relações de Cooperação veio a ser dado através da realização do primeiro “Encontro de Lisboa”, misto de conferência vocacionada para as questões da cooperação e de reunião preparatória da Assembleia Anual do Fundo Monetário Internacional/Banco Mundial. Contando com a presença das delegações de Portugal e dos PALOP, integradas pelos respectivos Ministros das Finanças e/ou Governadores dos Bancos Centrais, assim como diversos convidados nacionais e estrangeiros, esta iniciativa pretende também contribuir para que os seis países possam vir a apresentar futuramente, junto da comunidade internacional, uma síntese conjunta das suas acções de cooperação e dos resultados com ela obtidos. Com esse propósito, pretende-se que o encontro tenha um carácter regular, podendo abrir caminho para uma mais frutuosa conjugação de esforços entre países.

Será, finalmente, de referir que, na data em que é elaborado este Relatório, se encontra já em fase de instalação a delegação que o Banco decidiu criar em Luanda, a qual constituirá, pois, a primeira representação que o Banco institui no estrangeiro.

## IV — ORGANIZAÇÃO E GESTÃO INTERNAS

### 1. PLANEAMENTO DA ACTIVIDADE DO BANCO

As actividades de planeamento desenvolveram-se ao longo de 1991 em conformidade com o estabelecido: análise de resultados departamentais, no princípio do ano; início do processo de planeamento e orçamento para 1992, a partir de meados do ano, culminando na reunião anual, em Dezembro, do Conselho de Administração com os Membros das Direcções.

Nesta ocasião, foi dado especial relevo a um documento de orientação sobre a política de actuação futura do Banco, na sequência das decisões de Maastricht. Foram focadas as consequências da UEM para os bancos centrais nacionais, sendo destacadas aquelas que respeitam ao Banco. Referidas as reformas legislativas previstas, considerou-se que deve ser encarado como uma grande responsabilidade, mas também como poderoso estímulo, o desafio que o projecto da União Económica e Monetária coloca ao Banco de Portugal.

### 2. PESSOAL

#### 2.1 Política de pessoal

O Banco de Portugal, reconhecendo o imperativo da mudança, tem vindo nos últimos anos a realizar um acrescido esforço de desenvolvimento ao nível da Função Recursos Humanos.

Em 1991, o Departamento de Pessoal e Relações de Trabalho, por subordinação aos objectivos estratégicos enunciados no Documento de Planeamento do Banco de Portugal para 1991 – 1994, continuou a sua missão de levar a cabo uma profunda mudança organizacional, numa óptica de maior racionalidade e eficácia do Banco Central.

Assim, ao longo do ano, o Departamento de Pessoal e Relações de Trabalho desenvolveu um numeroso conjunto de acções, de que se destacam as seguintes:

- Prosseguimento da política de transformação estrutural do Banco, com a reestruturação do DSI, integração do SVS no DSA, intervenção

integrada na estrutura e organização do DFI (em curso) e reestruturações (em curso) no DEE, DES/DBF, DPT e DCT;

- Aperfeiçoamento da política remunerativa do Banco, com a introdução de um novo grau de mérito, de um método por pontos, e agregação de grelhas de complementos remunerativos de postos de trabalho de níveis de conteúdo próximo;
- Início do projecto de enriquecimento de postos de trabalho;
- Reformulação do Regulamento para atribuição de empréstimos para a 2.ª habitação;
- Adopção de novas técnicas e metodologias de recrutamento e selecção;
- Desenvolvimento da cooperação com as Universidades, com concretização, num novo esquema operacional, de estágios para recém-licenciados, por forma a favorecer a selecção de quadros de elevado potencial;
- Realização de um estudo “Avaliação do grau de satisfação e enquadramento organizacional dos Técnicos do Banco de Portugal”;
- Continuação do desenvolvimento das três fases do Sistema de Informação de Administração de Pessoal (SIAP);
- Conclusão da 2.ª fase do financiamento para aquisição de equipamento informático e continuação do apoio à auto-formação através do financiamento à aquisição de livros e similares e consumíveis informáticos.

#### 2.2 Efectivos

O Banco de Portugal registou, em 1991, um aumento muito ligeiro do número dos seus efectivos, que passaram de 2363 para 2376 (mais 13), um aumento de 0,5%. Dos 2376 empregados do Banco, 1493 são do sexo masculino e 883 do sexo feminino.

## 2.2.1 Efectivos por funções profissionais

O quadro que se segue mostra a distribuição dos efectivos do Banco em 31.12.1991 por grupos profissio-

nais, e em que constam, para efeitos comparativos, os valores dos últimos três anos.

GRUPO PROFISSIONAL	1988		1989		1990		1991	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Direcção	50	1,7	49	1,7	47	2,0	43	1,8
Chefias	370	12,9	366	12,9	257	10,9	259	10,9
Técnicos	363	12,6	416	14,6	423	17,9	468	19,7
F. Específicas	160	5,6	137	4,8	112	4,7	118	5,0
Administrativos	1 368	47,5	1 319	46,4	1 049	44,4	1 025	43,1
Executantes								
GII/GIII/GIV	567	19,7	558	19,6	475	20,1	463	19,5
<b>TOTAL</b>	<b>2 878</b>		<b>2 845</b>		<b>2 363</b>		<b>2 376</b>	

Como se pode constatar, continua a verificar-se uma acrescida tendência para a qualificação técnica, a par da redução de efectivos nas funções de carácter administrativo e auxiliar.

## 2.2.2 Nível etário e antiguidade

Relativamente à distribuição dos efectivos por escalão etário e de antiguidade, a situação é a seguinte:

ESCALÃO ETÁRIO	H		M		TOTAL	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
61-65	17	1,1	2	0,2	19	0,8
56-60	73	4,9	7	0,8	80	3,4
46-55	541	36,2	171	19,4	712	30,0
36-45	468	31,3	341	38,6	809	34,0
31-35	276	18,5	280	31,7	556	23,4
26-30	94	6,3	58	6,6	152	6,4
19-25	24	1,6	24	2,7	48	2,0
<b>TOTAL</b>	<b>1 493</b>		<b>883</b>		<b>2 376</b>	

ANTIGUIDADE	H		M		TOTAL	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Até 2 anos			49		40	
3 a 5			94		38	
6 a 10			340		319	
11 a 15			200		141	
16 a 20			392		188	
21 a 25			253		96	
Mais de 25 anos			165		61	
<b>TOTAL</b>			<b>1 493</b>		<b>883</b>	

O escalão etário 36/45 é o que continua a registar uma maior concentração populacional, com 809 empre-

gados, sendo o nível etário médio, em 31.12.1991, de 41,33 anos.

No que respeita à antiguidade, verifica-se que o maior número de efectivos do Banco (659) está situado no escalão 6/10 anos. O nível médio de antiguidade dos empregados da Instituição é de 15,17 anos.

Continua a registar-se, no ano em análise, uma tendência de rejuvenescimento dos efectivos do Banco.

## 2.2.3 Formação escolar

O nível médio de qualificação dos efectivos da Instituição tem vindo progressivamente a aumentar nos últimos anos, como é possível constatar-se pela leitura do quadro seguinte. Com efeito, verifica-se, em 1991, comparativamente com o ano anterior, um aumento considerável dos efectivos com o ensino universitário (mais 47 empregados).

FORMAÇÃO	1988		1989		1990		1991	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Universitário	448	15,6	466	16,4	456	19,3	503	21,2
Médio	56	1,9	56	2,0	49	2,1	46	1,9
Sec. Complementar	1 023	35,6	997	35,0	829	35,1	834	35,1
Sec. Geral	559	19,4	549	19,3	439	18,6	422	17,8
Básico	410	14,2	404	14,2	311	13,2	299	12,6
S/Habil. Base	382	13,3	373	13,1	279	11,8	272	11,4
<b>TOTAL</b>	<b>2 878</b>		<b>2 845</b>		<b>2 363</b>		<b>2 376</b>	

Em resumo, pode-se afirmar que 1991 revelou a continuidade de uma política integrada de Recursos Humanos que prossegue objectivos de redimensionamento quantitativo a qualitativo dos efectivos do Banco, visando uma progressiva revitalização e valorização do tecido humano que, segundo os dados de 1991, é mais qualificado e mais jovem.

## 2.3 Movimentação de pessoal

A movimentação de pessoal no ano em análise continuou a espelhar uma política de Recursos Humanos baseada em critérios de qualidade e de selectividade rigorosos e no aproveitamento e desenvolvimento do potencial interno da Instituição.

Em relação a esta rubrica, apresenta-se o seguinte quadro:

MOVIMENTAÇÃO	SEDE	FILIAL	DEL. REG./ /AGÊNCIAS	TOTAL
<b>ENTRADAS</b>				
Admissões	+60*	-	-	60
<b>SAÍDAS</b>				
Reformas	31	-	2	33
Falecimentos	2	-	1	3
Exonerações	9	-	1	10**
Despedimentos	1	-	-	1
	+17	-	-4	+13

\* Inclui uma readmissão.

\*\* Inclui uma rescisão por mútuo acordo.

As admissões, reformas e exonerações continuam a ser os *items* que registam maior importância no contexto global da movimentação dos efectivos do Banco.

Em 1991, registaram-se 59 admissões e uma readmissão, num total de 37 homens e 23 mulheres, sendo 46 para funções técnicas, 9 para funções específicas e 5 para funções auxiliares.

Estas admissões foram efectuadas ao abrigo de concursos internos ou públicos e estágios, excepto 7 (mais a readmissão), efectuadas ao abrigo da Base 11.<sup>a</sup> das Bases Gerais de Política de Pessoal.

No ano em análise, efectuaram-se, ainda, 33 estágios remunerados para candidatos do exterior.

## 2.4 Acção social e condições de trabalho

### 2.4.1 Pensões de reforma e sobrevivência

#### 2.4.1.1 Número de pensionistas

Tipo de Pensões e local de pagamento	Em 31.12.90	Em 31.12.91
<b>PENSÕES DE REFORMA</b>		
Sede	813	828
Filial	131	127
Del. Reg./Agências	278	278
<b>TOTAL</b>	<b>1 222</b>	<b>1 233</b>
<b>PENSÕES DE SOBREVIVÊNCIA</b>		
Sede	291	293
Filial	40	41
Del. Reg./Agências	125	127
<b>TOTAL</b>	<b>456</b>	<b>461</b>
<b>TOTAIS</b>	<b>1 678</b>	<b>1 694</b>

Em 31.12.1991, os empregados na situação de reforma eram 1233 (mais 11 que no ano anterior), número que corresponde a 51,9% dos empregados no activo.

Verifica-se, igualmente, um aumento de 16 pensionistas comparativamente com o ano precedente.

#### 2.4.1.2 Encargos

No que respeita aos encargos com beneficiários de pensões de reforma e de sobrevivência verifica-se, em 1991, comparativamente com o ano anterior, um acréscimo de 52 588 contos, ou seja de 3,2%.

### 2.4.2 Saúde e Medicina do Trabalho

Durante o ano de 1991, o Centro de Saúde e Medicina do Trabalho operou uma mudança de orientação nas actividades que desenvolve e que têm repercussão imediata na saúde dos empregados. Nesse sentido, o CSMT iniciou três grandes projectos: estudo da política de saúde ocupacional, identificação de empregados com hipertensão arterial e rastreio do cancro da mama e do colo do útero (Filial).

No que respeita à Medicina Curativa, saliente-se o aumento verificado na prescrição de receitas, intervenções de pequena cirurgia e colheitas de sangue. No que reporta à Medicina do Trabalho, destaque-se os 1109 exames médicos efectuados e as 23 visitas a locais de

trabalho, sem esquecer o significativo volume de trabalho imposto pela programação de análises, vacinação anti-tetânica, estudos de visão e electrocardiogramas.

Durante o ano em causa, registaram-se 65 acidentes de trabalho, os quais foram responsáveis por 562 dias úteis de baixa.

### 2.4.3 Benefícios sociais

#### 2.4.3.1 Crédito à habitação

Em 1991, foram concedidos 180 empréstimos para a 1.ª habitação, no montante global de 1 068,4 milhões de escudos (mais 363,4 que no ano precedente) e 178 empréstimos para a 2.ª habitação, que envolveram a verba de 1 220,4 milhões de escudos (menos 112,5 que em 1990).

No ano em análise, foram liquidados 23 empréstimos por antecipação e 5 por falecimento, respeitantes à 1.ª habitação. No total, 2378 empregados já adquiriram a 1.ª habitação e 373 a 2.ª habitação, recorrendo a empréstimos concedidos pelo Banco.

Nos últimos 4 anos foram concedidos os seguintes empréstimos:

	1.ª habitação	2.ª habitação
1988	279	—
1989	158	—
1990	146	195
1991	180	178

#### 2.4.3.2 Fundo Social

Em comparação com o ano anterior, verifica-se a existência de um acréscimo de 25 514 milhares de escudos nos empréstimos com juros e uma redução de 81 979 e de 3369 nos empréstimos sem juros e donativos, respectivamente. São de destacar os empréstimos com juros a reformados que, em 1991, totalizaram 19 666 milhares de escudos.

Pelo quadro de evolução, é possível constatar-se uma redução de verbas em todas as restantes rubricas, nomeadamente no apoio à infância, jovens e reformados. Tal fica a dever-se ao facto de alguns subsídios (infantil, de apoio escolar e universitário), bem como as participações em despesas de doença e funeral,

despesas com alojamento e organização do “Dia do Reformado” terem passado para a responsabilidade do Departamento de Pessoal e Relações de Trabalho.

### EMPRÉSTIMOS E DONATIVOS/EVOLUÇÃO

(1000 escudos)

EVOLUÇÃO	EMP. C/JUROS	EMP. S/JUROS	DONATIVOS	EMP. C/JUROS A REFORMADOS
1991	386 535	7 172	1 423	19 666
1990	361 021	89 151	4 792	—
1989	445 317	85 060	4 157	—
1988	301 075	55 011	3 925	—

### OBRAS SOCIAIS/EVOLUÇÃO

(1000 escudos)

OBRAS SOCIAIS	1988	1989	1990	1991
Apoio à Infância	15 926	15 889	16 862	775
Apoio aos Jovens	4 271	26 342	49 133	7 302
Apoio aos Reformados	10 400	14 516	18 013	7 706
Comp. Desp. Alojamento	16 382	18 103	20 106	—
Comp. Doença e Funeral	102 001	115 774	140 259	—
Férias Sociais	54 594	65 033	78 205	63 400
Refeitórios	54 914	66 334	70 028	64 490
<b>TOTAL</b>	<b>258 488</b>	<b>321 991</b>	<b>392 606</b>	<b>143 673</b>

#### 2.4.3.3 Assistência na doença

As participações atribuídas pelo Banco em matéria de assistência na doença, em complemento das concedidas pelos SAMS e outras entidades, apresentam um acréscimo de 20,1%.

### 2.5 Formação profissional

Durante o ano de 1991, a Área de Formação desenvolveu um apreciável conjunto de acções, que abrangeram 1639 empregados, 69% dos efectivos do Banco. Estes empregados frequentaram várias acções de formação, tanto a nível interno, como externo, num total de 60 153 horas.

Os custos com a formação dos empregados aumentaram de forma significativa em relação ao ano anterior (mais 102 556 milhares de escudos), como consequência da continuação dos programas de incentivos à auto-formação, através, nomeadamente, do financiamento para aquisição de livros técnicos e de microcomputadores.

Durante o ano em análise, prosseguiu o projecto de "Formação Recorrente" (iniciado em 1990), com a conclusão da 2.<sup>a</sup> fase e início da 3.<sup>a</sup> e derradeira fase do curso.

### CUSTOS COM FORMAÇÃO/EVOLUÇÃO

(1000 escudos)			
FORMAÇÃO	1989	1990	1991
Interna	22 127	34 149	48 685
Externa-País	25 444	40 558	63 503
Externa-Estrangeiro	14 095	23 670	25 708
Disp. c/valor. Pessoal		95 746	156 039
Out. Enc. Formação	1 391	1 714	4 458
<b>TOTAL</b>	<b>63 057</b>	<b>195 837</b>	<b>298 393</b>

### 3. ORGANIZAÇÃO E INFORMÁTICA

Prosseguiu em 1991 o esforço de construção e publicação do Corpo Normativo do DOI, tendo-se feito incidir a atenção, em especial, sobre todo um conjunto de Normas orientadoras e reguladoras da actividade de Desenvolvimento de Sistemas de Informação.

Neste contexto, merece destaque a criação e estabelecimento da figura de "Contrato de Desenvolvimento", documento explicitador, em cada projecto de desenvolvimento, dos aspectos específicos acordados entre o DOI e os Departamentos Utilizadores, que assim enquadra cada projecto.

No âmbito do incremento da qualidade e produtividade das actividades de desenvolvimento e manutenção de Sistemas de Informação, realizou-se um projecto-piloto de utilização de ferramentas CASE previamente seleccionadas. Este projecto-piloto permitiu concluir da validade e oportunidade de lançamento de uma acção de generalização gradual da utilização daquelas ferramentas e metodologias, que decorrerá durante os próximos 3 anos.

Definiu-se e implantou-se um sistema pormenorizado de avaliação do desempenho dos elementos do DOI, devidamente articulado com os planos de actividades do Departamento, assente em três avaliações anuais com interacção forte avaliador-avaliado e confluindo naturalmente no esquema de avaliações do trabalho em vigor no BP.

Instalado e "customizado" o IBM 9021-340, adquirido em Dezembro 1990, procedeu-se a sucessivas acções de migração de aplicações existentes para esta configuração. Dentro deste esforço, foi possível desmobilizar totalmente o IBM 4341, equipamento que foi alienado pelo BP em Novembro. Todas as acções de migração foram acompanhadas de cuidadosas monitora-

ções das condições de serviço, tornando possível medir objectivamente os ganhos substanciais obtidos nesta matéria.

Foram iniciados em 1991 dezoito projectos de desenvolvimento de novos Sistemas de Informação, a acrescer aos onze transitados de 1990. Foram concluídos doze destes projectos e retirados dois por falta de actualidade.

Para além de tal, foram executadas 305 acções de manutenção sobre sistemas de informação em produção, 45 acções no âmbito dos trabalhos permanentes de organização, 331 acções de criação/remodelação/reimpressão de impressos, 1324 acções de apoio ao Utilizador em auto-desenvolvimento e auto-serviço (Abril-Dezembro) e 9233 pedidos de trabalho com intervenção directa da Operação do Sistema Informático Central.

De uma forma geral, a actividade do DOI pontuou-sc, de muito perto, pelo Plano Estratégico do Sistema de Informação (PESI) aprovado em Agosto 1990. Neste aspecto considera-se como muito bom o grau de cumprimento dos objectivos estabelecidos, que se estima na casa dos 80-85%.

### 4. ACTIVIDADE DE CONTENCIOSO E DE CONSULTA JURÍDICA

O Departamento de Serviços Jurídicos agiu essencialmente nas áreas consultiva e de representação forense do Banco, não se tendo verificado nesta última um significativo acréscimo de acções, mas tendo sido requerida à área de consulta jurídica uma *performance* qualitativa.

Prepararam-se, igualmente, diversos projectos de diplomas legais no domínio económico-financeiro.

A defesa dos interesses do Banco nos foros civil, laboral e administrativo, e não exclusivamente a nível interno, levou a resultados satisfatórios.

Merece ainda destaque o empenho que o Departamento manteve, autonomamente ou em colaboração interdepartamental, na elaboração de projectos legislativos visando a adaptação do ordenamento jurídico nacional ao direito comunitário nos domínios bancário e financeiro. Os técnicos do DJU asseguraram também nessas áreas, de forma sistemática, uma assídua participação em comissões e grupos de trabalho, não só da Comunidade Europeia mas também de outros organismos internacionais.

De assinalar, finalmente, que houve oportunidade, no decurso do ano, de prosseguir a actividade de cooperação com os PALOP, quer proporcionando estágios

de formação a juristas dos Bancos Centrais, quer apreciando ou por outra forma colaborando na elaboração de textos legislativos daqueles países.

## **5. INSTALAÇÕES**

Concluiu-se a elaboração do projecto base do novo Edifício-Sede do Banco, de acordo com o planeamento estabelecido.

Beneficiaram-se os edifícios da Filial do Porto e das Agências de Setúbal, Guarda e Bragança.

Foi elaborado o programa preliminar do Complexo do Carregado.

Foram construídas instalações complementares na Quinta da Fonte Santa, que passou a ser plenamente usufruída pelos empregados do Banco e seus familiares.

## **6. VIGILÂNCIA E SEGURANÇA**

Foi feita a renovação de equipamentos de segurança instalados nos edifícios do Banco e mantiveram-se as acções visando a protecção das pessoas e a segurança dos valores.

Cumpriu-se integralmente o plano de transporte de numerário para atender a necessidades de circulação e a substituição das notas incapazes.

## **7. AUDITORIA INTERNA**

O Departamento de Auditoria prosseguiu, em 1991, os seus objectivos de avaliação do controlo interno instituído nos serviços do Banco, numa perspectiva de auditoria de gestão, investindo significativamente nas técnicas informáticas para apoio e complementaridade das técnicas de auditoria.

Para o efeito, executou o seu programa anual de actividades, previamente aprovado, o qual incidiu fundamentalmente sobre as áreas operacionais e de valores, bem como sobre a informação produzida ou circulada e os meios materiais e humanos afectos às unidades de estrutura, tanto na Sede como na Filial, Delegações Regionais e Agências.

Ainda no decorrer de 1991, iniciou-se o acompanhamento, *à priori*, de projectos do sistema de informação, o qual marca uma nova faceta na actividade do Departamento em relação aos sistemas a implementar.

Ao Conselho de Auditoria foram fornecidas cópias dos relatórios das acções de auditoria, incluindo as de conferência de valores, realizadas no ano em apreço.

## **8. REVISTA INTERNA DO BANCO**

Durante o ano, na Revista Interna fez-se eco do que de mais importante foi acontecendo no Banco.

Tiveram realce as visitas ao Banco de Portugal do Presidente da República e do Primeiro Ministro, os centenários de algumas Agências e dos Claviculários, bem como os 20 anos do Coro; a cooperação do Banco com os organismos internacionais, com os PALOP e com outros Bancos Centrais europeus no domínio da gestão de recursos humanos foi muito destacada.

A evolução dos sistemas de informação foi tema regular de notícia, tendo sido também focadas a nova Lei Orgânica, o papel dos Bancos Centrais nos sistemas de pagamentos, a evolução do regime de controlo cambial e a nova nota de 2 000\$00.

Às pessoas foi dedicada parte significativa das páginas da Revista. Destacam-se notícias de nomeações com particular importância para o Banco, referências às iniciativas no domínio da gestão de pessoal e as habituais biografias de colaboradores actuais ou do passado que vão revelando a fisionomia do Banco.

## **9. RELAÇÕES COM A COMUNICAÇÃO SOCIAL**

Prosseguindo a política iniciada em 1990, realizaram-se encontros com a comunicação social para divulgação de aspectos relevantes da política económica, em particular no referente às políticas monetária e cambial.

Foram igualmente anunciados o Encontro de Lisboa entre as delegações de Portugal e dos PALOP à assembleia de Outubro do FMI/BM e a entrada em circulação da nova nota de 2 000\$00, tendo nesta oportunidade sido focados os respectivos elementos de segurança.

De um modo geral, procurou-se incrementar a colaboração que o Banco de Portugal dá ao esclarecimento do público, nas matérias que são da sua competência, através da comunicação social.

## V — BALANÇO E CONTAS

### 1. Balanço

#### 1.1 Balanço e notas explicativas

A situação patrimonial do Banco, reportada a 31 de Dezembro de 1991, está explicitada no seu Balanço, que a seguir se apresenta. Incluem-se também algumas referências explicativas, objectivando o conteúdo de contas não mencionadas noutros capítulos deste Relatório.

## BALANÇO DO BANCO DE PORTUGAL

RUBRICAS	ACTIVO BRUTO	PROVISÕES E AMORTIZAÇÕES	ACTIVO LÍQUIDO
<b>Reservas cambiais</b>			
Ouro e moeda estrangeira .....	1 310 161 199 132\$80		1 310 161 199 132\$80
Direitos de saque especiais .....	13 100 533 141\$90		13 100 533 141\$90
ECU oficiais .....	354 990 885 205\$50		354 990 885 205\$50
<b>Quota de Portugal no Fundo Monetário</b>			
Internacional .....	72 538 021 789\$00		72 538 021 789\$00
Outras reservas cambiais .....	<u>1 734 819 335 784\$20</u>		<u>1 734 819 335 784\$20</u>
	3 485 609 975 053\$40		3 485 609 975 053\$40
<b>Outras garantias da emissão</b>			
Tesouro público — c/c .....	223 712 811 429\$90		223 712 811 429\$90
Região Autónoma da Madeira — c/c ..	2 924 180 309\$00		2 924 180 309\$00
Títulos da dívida pública portuguesa ..	48 468 461 311\$30		48 468 461 311\$30
Moeda metálica nacional .....	6 579 686 667\$00		6 579 686 667\$00
Desconto e redesconto .....	10 998 107 301\$10		10 998 107 301\$10
Créditos com caução .....	141 326 000 000\$00		141 326 000 000\$00
<b>Títulos e participações financeiras —</b>			
— entidades nacionais .....	14 527 234 000\$00		14 527 234 000\$00
Diversos .....	<u>39 746 243 900\$40</u>		<u>39 746 243 900\$40</u>
	488 282 724 918\$70		488 282 724 918\$70
<b>Ouro e divisas a receber do FECOM ...</b>	309 653 250 304\$40		309 653 250 304\$40
<b>Outros valores activos</b>			
Terrenos e construções, equipamento e outras imobilizações .....	17 591 946 498\$40	4 877 576 959\$00	12 714 369 539\$40
Flutuação de valores .....	14 896 758 043\$00		14 896 758 043\$00
Diversos .....	<u>76 147 955 810\$40</u>	<u>1 123 368 974\$30</u>	<u>75 024 586 836\$10</u>
	108 636 660 351\$80	6 000 945 933\$30	102 635 714 418\$50
<b>Total do activo .....</b>	<b>4 392 182 610 628\$30</b>	<b>6 000 945 933\$30</b>	<b>4 386 181 664 695\$00</b>
<b>CONTAS EXTRAPATRIMONIAIS</b>			
Valores recebidos em depósito .....	2 262 006 687 954\$70		
Valores recebidos para cobrança .....	193 809 521\$00		
Valores recebidos em caução .....	10 973 319 171\$50		
Garantias e avales prestados .....	1 686 187 710\$60		
Operações a prazo .....	166 499 514\$00		
Outras contas extrapatrimoniais .....	228 016 550 158\$90		

**EM 31 DE DEZEMBRO DE 1991**

RUBRICAS	PASSIVO
<b>Notas em circulação</b> .....	736 186 797 200\$00
<b>Depósitos e contas correntes — moeda nacional — residentes no País</b>	
Sector Público	
Região Autónoma dos Açores — c/c .....	188 796 482\$50
Tesouro Público — c/aplicações .....	793 236 925 785\$00
Junta do Crédito Público .....	19 885 306 365\$30
Outros depósitos do Sector Público .....	<u>35 255 978 821\$80</u>
Instituições monetárias .....	1 693 452 305 272\$10
Instituições financeiras não monetárias .....	<u>56 234 303 361\$00</u>
	2 598 253 616 087\$70
<b>Depósitos e contas correntes — moeda nacional — residentes no estrangeiro</b>	
Fundo Monetário Internacional .....	36 164 311 748\$00
Outros organismos financeiros internacionais .....	127 540 489\$00
Outros .....	<u>1 492 646 515\$00</u>
	37 784 498 752\$00
<b>Aplicações das instituições de crédito e parabancárias</b> .....	81 000 000 000\$00
<b>Outras responsabilidades em moeda nacional</b> .....	213 804 776 509\$00
<b>Responsabilidades em moeda estrangeira</b> .....	1 636 995\$70
<b>Atribuição cumulativa de direitos de saque especiais</b> .....	10 234 294 120\$00
<b>ECU a entregar ao FECOM</b> .....	354 990 885 205\$50
<b>Outros valores passivos</b>	
Flutuação de valores .....	1 975 908 381\$40
Diversos .....	96 040 687 245\$80
Provisões para riscos .....	<u>72 038 480 000\$00</u>
	170 055 075 627\$20
<b>Capitais próprios e resultados</b>	
Capital .....	200 000 000\$00
Reserva legal .....	6 120 899 697\$90
Outras reservas .....	176 497 505 570\$70
Resultados líquidos .....	<u>1 051 678 929\$30</u>
	183 870 084 197\$90
<b>Total do passivo</b> .....	<b>4 386 181 664 695\$00</b>

O DIRECTOR DO DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE  
E CONTROLO ORÇAMENTAL  
*Vitor Manuel Antunes*

O Ouro e moeda estrangeira encontram-se assim valorizados:

- O ouro, ao preço de 323,00 dólares dos EUA por uma onça *troy* de ouro fino, em conformidade com o artigo 1º do Decreto-Lei nº 229-H/88, de 4 de Julho;
- A moeda estrangeira, aos câmbios médios calculados com base nos câmbios de compra e de venda estabelecidos no mercado nacional no último dia útil do mês de Dezembro.

Em 31 de Dezembro de 1991, as reservas de ouro, cerca de 493,524 toneladas de ouro fino, estão escrituradas a 1 393\$459 21 por grama de ouro fino, ou seja, por 687 706 288 701\$00, enquanto a moeda estrangeira está avaliada em 622 454 910 431\$80.

A rubrica *Direitos de saque especiais* representa 68 252 917 direitos de saque especiais, unidade de conta do Fundo Monetário Internacional.

A rubrica *ECU oficiais* reflecte o contravalor em escudos de 1 973 421 418,04 ECU, que constituem a contrapartida do ouro e dos dólares entregues ao FECOM, nos termos do contrato de *swap* estabelecido com aquele organismo financeiro.

A rubrica *Quota de Portugal no Fundo Monetário Internacional* expressa a participação de Portugal naquele organismo, com a seguinte composição:

	SDR	ESCUDOS
Participação em ouro e moeda estrangeira . . . . .	92 397 952.16	17 797 038 415\$00
Participação em escudos . . . . .	284 202 047.84	54 740 983 374\$00
		<hr/>
		72 538 021 789\$00
		<hr/>

A rubrica *Outras reservas cambiais*, em que se salientam as aplicações em títulos estrangeiros de curto prazo, no montante de 1 719 729 502 020\$20, engloba também 23 acções da *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT), no montante de 492 994\$00 (correspondente ao valor nominal global de 115 000,00 francos belgas) e ainda as contas *Títulos de organismos financeiros internacionais* e *Participações em organismos internacionais*, com a seguinte composição:

• <b>Títulos de organismos financeiros internacionais</b>	
— Obrigações do Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, — 15.05.90 a 15.05.92 — 8,90 por cento, no valor nominal de 5 000 000,00 de dólares dos EUA .....	670 920 000\$00
— Obrigações do Banco Africano de Desenvolvimento, Abidjan — 01.08.91 a 01.08.93 — 7,12 por cento, no valor nominal de 3 500 000,00 de dólares dos EUA .....	469 644 000\$00
— Títulos de dívida do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Washington — 15.04.90 a 15.04.92 — 8 <sup>7/16</sup> por cento, no valor nominal de 20 000 000,00 de francos suíços .....	1 977 780 000\$00
— Títulos de dívida do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Washington — 15.10.90 a 15.10.92 — 7,875 por cento, no valor nominal de 30 000 000,00 de francos suíços .....	2 966 670 000\$00
— Títulos de dívida do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Washington — 15.04.91 a 15.04.93 — 7,25 por cento, no valor nominal de 30 000 000,00 de francos suíços .....	2 966 670 000\$00
— Títulos de dívida do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Washington — 15.10.91 a 15.10.93 — 7,3 por cento, no valor nominal de 40 600 000,00 de francos suíços .....	4 014 893 400\$00
	13 066 577 400\$00

• **Participações em organismos internacionais**

— 8 000 acções do Banco de Pagamentos Internacionais, de que o Banco é titular (com 25 por cento do capital realizado), no valor nominal global de 20 000 000,00 de francos suíços-ouro .....	<u>2 022 763 370\$00</u>
---	--------------------------

Do agregado *Outras garantias da emissão* destaca-se a rubrica *Títulos da dívida pública portuguesa*, com a discriminação seguinte:

Designação dos títulos	Quantidade	Valor nominal	Custo médio de aquisição	Valor de aquisição
<b>OBRIGAÇÕES DO TESOURO — MÉDIO E LONGO PRAZO</b>				
Obrigações da dívida externa portuguesa de 3% — 1. <sup>a</sup> série .	2	£40.00	5 018\$10	10 036\$20
Obrigações do consolidado de 2 3/4% — 1943 .....	279 597	279 597 000\$00	999\$87	279 560 020\$00
Obrigações do consolidado de 3% — 1942 .....	485 189	485 189 000\$00	995\$26	482 887 648\$80
Obrigações do consolidado de 3 1/2% — 1941 .....	58 007	58 007 000\$00	1 000\$00	58 007 000\$00
Obrigações do consolidado dos Centenários de 4% — 1940 .	26 799	53 598 000\$00	1 810\$16	48 510 606\$30
Obrigações do Tesouro 1977 — Nacionalizações e expropriações .....	2 000 282	2 000 282 000\$00	1 000\$00	2 000 282 000\$00
Obrigações do Tesouro 1980 — FIDES E FIA .....	110	110 000\$00	1 000\$00	110 000\$00
Obrigações do Empréstimo interno amortizável —				
Decreto-Lei n.º 114/88 — TBDBP .....	13 060	1 306 000 000\$00	100 000\$00	1 306 000 000\$00
Obrigações Bicentenário Ministério das Finanças .....	54 580	545 800 000\$00	10 000\$00	545 800 000\$00
Obrigações do Tesouro FIP/90 .....	174 992	1 749 920 000\$00	10 000\$00	1 749 920 000\$00
<b>OBRIGAÇÕES DA REGIÃO AUTÓNOMA DA MADEIRA</b>				
Obrigações do Empréstimo interno amortizável —				
Portaria do Ministério das Finanças				
(D.R., II Série, n.º 294, de 22-12-90) .....	41 997 374	41 997 374 000\$00	1 000\$00	41 997 374 000\$00
				<u>48 468 461 311\$30</u>

A rubrica *Títulos e participações financeiras — entidades nacionais* engloba a conta *Outros títulos emitidos por entidades nacionais*, que regista o valor de 14 527 234 títulos de participação na Petrogal.

A rubrica *Diversos*, do agregado **Outras garantias da emissão**, inclui os saldos de:

<i>Valores a cobrar — moeda nacional</i> .....	39 596 965 234\$50
<i>Moeda metálica em Reserva</i> .....	149 278 665\$90
	<hr/>
	39 746 243 900\$40
	<hr/>

O agregado **Ouro e divisas a receber do FECOM** reflecte os valores que constituem a contrapartida da criação de *ECU oficiais* e que, por delegação do FECOM, são administrados pelo Banco:

— Em ouro (gramas de ouro fino) .....	123 381 288,43	171 926 792 704\$40
— Em dólares dos EUA .....	1 026 400 000,00	137 726 457 600\$00
		<hr/>
		309 653 250 304\$40
		<hr/>

A rubrica *Terrenos e construções, equipamento e outras imobilizações* — excluída a sua sub-rubrica *Imobilizações em curso*, em relação à qual não se praticou qualquer amortização — apresenta os seguintes saldos líquidos, após ter sido aplicado o regime de taxas de amortização permitidas pela administração fiscal:

	Imobilizado bruto	Amortizações	Imobilizado líquido
<b>TERRENOS E CONSTRUÇÕES</b>			
Terrenos .....	879 981 385\$00		879 981 385\$00
Construções .....	4 101 357 527\$00	650 950 998\$00	3 450 406 529\$00
Prédios afectos a obras sociais .	307 657 146\$00	6 659 302\$00	300 997 844\$00
<b>EQUIPAMENTO</b>			
Mobiliário e material .....	874 638 091\$00	459 363 853\$00	415 274 238\$00
Máquinas e ferramentas .....	1 690 684 004\$00	763 649 532\$00	927 034 472\$00
Equipamento informático .....	2 813 703 280\$00	1 206 249 682\$00	1 607 453 598\$00
Instalações .....	3 142 749 904\$00	1 361 933 740\$00	1 780 816 164\$00
Viaturas .....	282 831 875\$00	158 331 184\$00	124 500 691\$00
<b>PATRIMÓNIO ARTÍSTICO E MUSEOLÓGICO .....</b>			
	<b>217 079 380\$00</b>		<b>217 079 380\$00</b>
<b>OUTRAS IMOBILIZAÇÕES</b>			
Corpóreas .....	432 759 190\$00	254 746 781\$00	178 012 409\$00
Incorpóreas .....	18 241 367\$00	15 691 887\$00	2 549 480\$00
	<b>14 761 683 149\$00</b>	<b>4 877 576 959\$00</b>	<b>9 884 106 190\$00</b>

A sub-rubrica *Imobilizações em curso* apresenta o desdobramento seguinte:

---

TERRENOS E CONSTRUÇÕES

Terrenos .....	929 218 941\$50
Construções .....	1 244 554 978\$50
Prédios afectos a obras sociais .....	118 490 976\$50

EQUIPAMENTO

Mobiliário e material .....	9 180 012\$00
Máquinas e ferramentas .....	9 102 600\$00
Equipamento informático .....	2 598 687\$00
Instalações .....	508 413 889\$90

PATRIMÓNIO ARTÍSTICO E MUSEOLÓGICO	8 640 000\$00
------------------------------------	---------------

OUTRAS IMOBILIZAÇÕES

Corpóreas .....	63 264\$00
-----------------	------------

---

2 830 263 349\$40

---

A rubrica *Diversos*, do agregado **Outros valores activos**, inclui as seguintes contas:

Créditos em contencioso (totalmente cobertos por provisões) .....	278 368 974\$30
Participações financeiras em entidades nacionais (parcialmente cobertas por provisões) .....	7 462 865 000\$00
Devedores — moeda nacional .....	17 942 766 175\$30
Outros valores activos .....	9 502 418 385\$20
Despesas antecipadas .....	9 517 657 970\$90
Proveitos a receber .....	29 249 588 565\$60
Outras contas de regularização .....	2 194 290 739\$10
	<hr/>
	76 147 955 810\$40
	<hr/>

Do lado do PASSIVO, o agregado Depósitos e contas correntes — moeda nacional — residentes no País inclui os saldos das responsabilidades para com o Sector Público, com destaque para a conta *Tesouro Público — aplicações* e ainda os depósitos à ordem das instituições monetárias e das instituições financeiras não monetárias.

Do agregado Depósitos e contas correntes — moeda nacional — residentes no estrangeiro destaca-se a conta dos haveres do Fundo Monetário Internacional, cujos saldos em 31 de Dezembro de 1991 eram assim constituídos:

Conta nº 1 .....	6 162 008 157\$00
Conta nº 2 .....	2 303 591\$00
Promissórias .....	30 000 000 000\$00
	<hr/>
	36 164 311 748\$00
	<hr/>

A rubrica *Outros organismos financeiros internacionais* representa as responsabilidades do Banco de Portugal como depositário dos haveres em escudos das seguintes instituições que, em 31 de Dezembro, apresentavam os seguintes saldos:

Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento .....	7 903 421\$00
Banco Africano de Desenvolvimento .....	2 532 049\$00
Fundo Africano de Desenvolvimento .....	6 499 650\$00
Banco Europeu de Investimentos .....	102 207 702\$00
Banco de Pagamentos Internacionais .....	1 418 636\$00
Banco Interamericano de Desenvolvimento .....	6 979 031\$00
	<hr/>
	127 540 489\$00
	<hr/>

A rubrica *Outros* abrange os saldos em escudos de instituições de crédito domiciliadas no estrangeiro.

As Aplicações das instituições de crédito e parabancárias referem-se às aplicações de liquidez efectuadas por aquelas entidades no Mercado Interbancário de Títulos e em depósitos a prazo com direito de opção.

O agregado *Outras responsabilidades em moeda nacional* compreende:

<i>Credores — moeda nacional</i> .....	202 776 591 375\$00
<i>Cheques e ordens a pagar — moeda nacional</i> .....	5 280 295\$00
<i>Exigibilidades diversas</i> .....	11 022 904 839\$00
	<hr/>
	213 804 776 509\$00
	<hr/>

O agregado ECU a entregar ao FECOM representa a contrapartida da rubrica do Activo ECU oficiais.

A rubrica *Diversos*, do agregado *Outros valores passivos*, inclui as seguintes contas:

<i>Receitas antecipadas</i> .....	12 851 254 487\$40
<i>Custos a pagar</i> .....	79 650 333 555\$00
<i>Outras contas de regularização</i> .....	3 539 099 203\$40
	<hr/>
	96 040 687 245\$80
	<hr/>

A rubrica *Outras reservas*, do agregado *Capitais próprios e resultados*, engloba:

<i>Reserva de reavaliação do ouro</i> .....	167 650 282 296\$80
<i>Reserva para a nova Sede</i> .....	8 320 029 000\$00
<i>Reservas diversas</i> .....	527 194 273\$90
	<hr/>
	176 497 505 570\$70
	<hr/>

## 1.2 Análise do balanço

O quadro-síntese seguinte permite a análise da variação dos principais segmentos do Activo e do Passivo do Banco, anotando-se uma variação global positiva de 160 173 milhares de contos em relação a 1990, correspondente a um aumento de 3,8 por cento.

Milhares de contos

	1990	1991	Varição
<b>ACTIVO</b>			
Ouro e moeda estrangeira .....	1 484 793	1 310 161	-174 632
Direitos de saque especiais .....	7 651	13 101	+5 450
ECU oficiais .....	357 737	354 991	-2 746
Quota de Portugal no Fundo Monetário Internacional .....	71 579	72 538	+959
Outras reservas cambiais .....	748 600	1 734 819	+986 219
Tesouro Público — c/c .....	46 950	223 713	+176 763
Região Autónoma da Madeira — c/c .....	3 346	2 924	-422
Títulos da dívida pública portuguesa .....	779 614	48 469	-731 145
Moeda metálica nacional .....	3 747	6 580	+2 833
Desconto e redesconto .....	9 448	10 998	+1 550
Créditos com caução .....	375	141 326	+140 951
Outras garantias diversas .....	213 146	54 273	-158 873
Ouro e divisas a receber do FECOM .....	357 737	309 653	-48 084
Outros valores activos .....	141 286	102 636	+38 650
<b>TOTAL .....</b>	<b>4 226 009</b>	<b>4 386 182</b>	<b>+160 173</b>
<b>PASSIVO</b>			
Notas em circulação .....	674 294	736 187	+61 893
Junta do Crédito Público .....	7 137	19 885	+12 748
Outros saldos do sector público .....	348 952	828 682	+479 730
Depósitos de instituições monetárias .....	1 339 004	1 693 452	+354 448
Depósitos de instituições financeiras não monetárias .....	19 877	56 234	+36 357
Depósitos de residentes no estrangeiro .....	50 858	37 785	-13 073
Aplicações das instituições de crédito e parabancárias .....	837 100	81 000	-756 100
Outras responsabilidades em moeda nacional .....	19 868	213 805	+193 937
Responsabilidades em moeda estrangeira .....	0	2	+2
Atribuição cumulativa de direitos de saque especiais .....	10 134	10 234	+100
ECU a entregar ao FECOM .....	357 737	354 991	-2 746
Diversos .....	191 989	98 017	-93 972
Provisões .....	185 428	72 038	-113 390
Capital e reservas .....	182 617	182 818	+201
Resultado do exercício .....	1 014	1 052	+38
<b>TOTAL .....</b>	<b>4 226 009</b>	<b>4 386 182</b>	<b>+160 173</b>

De entre as variações mais significativas, são de salientar:

— Do lado do ACTIVO:

- A rubrica *Ouro e moeda estrangeira* regista uma diminuição de 174 632 milhares de contos como resultado, principalmente, da política de gestão de reservas, que continuou a privilegiar as aplicações em títulos estrangeiros negociáveis;
- A rubrica *Outras reservas cambiais* sofre um incremento de 986 219 milhares de contos (cerca de +132%), reflectindo a referida preferência pelas aplicações em títulos estrangeiros de curto prazo. O aumento consolidado das duas rubricas *Ouro e moeda estrangeira* e *Outras reservas cambiais*, de cerca de 812 milhões de contos, traduz a continuação do forte afluxo de capitais provindos do exterior, já verificado no ano transacto;
- A forte diminuição da rubrica *Títulos da dívida pública portuguesa* em 731 145 milhares de contos, reduzindo a carteira daqueles títulos em perto de 94%, reflecte os efeitos patrimoniais da operação de esterilização da liquidez excedentária, a qual implicou o resgate da quase totalidade dos títulos da dívida pública da carteira do Banco;
- A rubrica *Créditos com caução* assinala o incremento muito significativo de 140 951 milhares de contos resultante da compra de Bilhetes do Tesouro com acordo de revenda a instituições de crédito, no final do ano, para recomposição dos saldos médios das reservas obrigatórias daquelas instituições;
- As Outras garantias diversas, que abrangem as rubricas *Títulos e participações financeiras – entidades nacionais* e a rubrica *Diversos*, registam uma contracção de 158 873 milhares de contos originada, principalmente, pelo reembolso das obrigações do Instituto Nacional de Garantia Agrícola, englobado no resgate dos títulos da dívida pública antes referido.

— Do lado do PASSIVO:

- Os *Outros saldos do sector público* registam um incremento de 479 730 milhares de contos reflectindo, principalmente, a expansão da rubrica *Tesouro Público - c/aplicações* (+447 milhões de contos) e os saldos das novas contas de depósito (n.ºs 1 e 2) do Fundo de Regularização da Dívida Pública, no montante global de 35 milhões de contos, que integram a rubrica *Outros depósitos do sector público*;
- O aumento global observado nas rubricas *Depósitos de instituições monetárias e Depósitos de instituições financeiras não monetárias*, de perto de 390 milhões de contos, reflecte o normal incremento das reservas de caixa daquelas instituições;
- A rubrica *Aplicações das instituições de crédito e parabancárias* tem uma sensível diminuição de 756 100 milhares de contos, relacionada com a mencionada operação de esterilização da liquidez excedentária das instituições de crédito;
- O acréscimo da rubrica *Outras responsabilidades em moeda nacional* de 193 937 milhares de contos traduz, essencialmente, a abertura ou reforço dos depósitos especiais e compulsórios das instituições de crédito, relacionados com as medidas tomadas pelo Banco destinadas a refrear o afluxo de capitais externos;
- A rubrica *Provisões* observa uma contracção de 113 390 milhares de contos, reflectindo quase exclusivamente o movimento de reposição da *Provisão para riscos de flutuação de câmbios*.

A relação entre a emissão monetária do Banco e os respectivos activos de cobertura, de acordo com o disposto nos artigos 15º a 17º da Lei Orgânica, é evidenciada no quadro seguinte. A taxa de cobertura da emissão registou uma evolução negativa de 4,1 por cento, dado que o forte aumento das reservas cambiais não foi suficiente para compensar a diminuição muito significativa das *Outras garantias de emissão* e o acréscimo sensível da *Emissão monetária*.

Milhares de contos

	31/12/90	31/12/91	Varição da taxa de cobertura da emissão monetária %
Notas em circulação .....	674 293	736 187	
Depósitos e contas correntes em moeda nacional .....	1 765 828	2 636 038	
Aplicações das instituições de crédito e parabancárias .....	837 100	81 000	
Outras responsabilidades em moeda nacional .....	19 868	213 805	
<b>Emissão monetária do Banco (A) .....</b>	<b>3 297 089</b>	<b>3 667 030</b>	
Ouro e moeda estrangeira			
disponibilidades .....	1 484 793	1 310 161	-9,3
responsabilidades .....	0	2	
	1 484 793	1 310 159	-9,3
Direitos de saque especiais .....	7 651	13 101	+0,1
ECU oficiais .....	357 737	354 991	-1,2
Quota de Portugal no FMI .....	71 579	72 538	-0,2
Outras reservas cambiais .....	748 600	1 734 819	+24,6
<b>Reservas cambiais líquidas (B) .....</b>	<b>2 670 360</b>	<b>3 485 608</b>	<b>+14,0</b>
Títulos da dívida pública portuguesa .....	779 614	48 469	-22,3
Desconto e redesconto .....	9 448	10 998	
Créditos com caução .....	375	141 326	+3,9
Moeda metálica nacional e outras garantias diversas .....	267 189	287 490	-0,3
<b>Outras garantias da emissão (C) .....</b>	<b>1 056 626</b>	<b>488 283</b>	<b>-18,7</b>
<b>Reservas e outras garantias da emissão (B+C) .....</b>	<b>3 726 986</b>	<b>3 973 891</b>	<b>-4,7</b>
<b>Excesso de cobertura da emissão monetária (B+C-A) .....</b>	<b>429 897</b>	<b>306 861</b>	
Atribuição cumulativa de direitos de saque especiais .....	10 134	10 234	
<b>EXCESSO .....</b>	<b>419 763</b>	<b>296 627</b>	
Taxa de cobertura da emissão monetária $\left(\frac{B+C}{A}\right)$ .....	1,130	1,084	-4,1

## 2. Resultados

### 2.1 Demonstração de resultados do exercício

O apuramento de resultados do Banco em 31 de Dezembro de 1991 está especificado na "Demonstração de resultados do exercício", que se insere seguidamente:

	DÉBITO	IMPORTÂNCIA
<b>Custos de operações passivas</b> .....		<b>225 405 938 492\$30</b>
<b>Custos de operações de ouro e moeda estrangeira</b> .....		<b>795 591 218 764\$00</b>
<b>Custos de operações de títulos</b> .....		<b>83 721 485 909\$30</b>
De intervenções no Mercado Interbancário de Títulos .....	83 478 021 639\$00	
De outras operações de títulos .....	243 464 270\$30	
<b>Bonificações de taxas de juro de crédito</b> .....		<b>5 481 989 707\$50</b>
<b>Outros custos bancários</b> .....		<b>515 299 325\$00</b>
<b>Custos com pessoal</b> .....		<b>12 366 429 324\$40</b>
Remunerações dos órgãos de administração e fiscalização .....	65 834 580\$00	
Remunerações de empregados .....	7 229 858 035\$50	
Encargos sociais obrigatórios .....	4 407 718 759\$10	
Encargos sociais facultativos .....	597 926 021\$80	
Outros custos com pessoal .....	65 091 928\$00	
<b>Fornecimentos de terceiros</b> .....		<b>508 662 980\$30</b>
<b>Serviços de terceiros</b> .....		<b>2 532 819 337\$90</b>
<b>Custos com a emissão e amortização de notas</b> .....		<b>985 640 748\$50</b>
<b>Impostos</b> .....		<b>32 346 360\$70</b>
<b>Amortizações do exercício</b> .....		<b>1 328 210 680\$00</b>
<b>Provisões do exercício</b> .....		<b>10 531 470\$00</b>
<b>Impostos sobre lucros</b> .....		<b>784 742\$00</b>
<b>Perdas relativas a exercícios anteriores</b> .....		<b>225 998 892\$00</b>
<b>Perdas extraordinárias</b> .....		<b>6 091 636 860\$90</b>
<b>Resultado do exercício</b> .....		<b>1 051 678 929\$30</b>
<b>TOTAL</b> .....		<b>1 135 850 672 524\$10</b>

CRÉDITO	IMPORTÂNCIA
<b>Proveitos de operações activas</b> .....	<b>78 793 656 190\$20</b>
Juros de desconto e redesconto .....	180 963 584\$00
De créditos com caução .....	8 007 462 610\$00
Juros de aplicações em moeda estrangeira .....	67 384 750 257\$40
Juros de aplicações de ouro .....	660 828 946\$30
Juros atribuídos pelo FMI .....	2 369 440 197\$30
Outros proveitos de operações activas .....	190 210 595\$20
<b>Proveitos de operações de ouro e moeda estrangeira</b> .....	<b>799 927 134 529\$00</b>
<b>Proveitos de operações de títulos</b> .....	<b>5 903 121 254\$30</b>
De intervenções no MIT .....	987 881 600\$00
De outras operações de títulos .....	4 915 239 654\$30
<b>Proveitos de serviços bancários</b> .....	<b>170 319 028\$10</b>
<b>Proveitos de outras operações bancárias</b> .....	<b>646 212 114\$50</b>
<b>Rendimento de títulos e de participações financeiras</b> .....	<b>129 647 518 025\$80</b>
<b>Outros proveitos bancários</b> .....	<b>7 954 974\$60</b>
<b>Receitas suplementares</b> .....	<b>159 737 210\$90</b>
<b>Ganhos relativos a exercícios anteriores</b> .....	<b>119 251 780 635\$70</b>
<b>Ganhos extraordinários</b> .....	<b>1 343 238 561\$00</b>
<b>TOTAL</b> .....	<b>1 135 850 672 524\$10</b>

O DIRECTOR DO DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE  
E CONTROLO ORÇAMENTAL  
*Vitor Manuel Antunes*

## 2.2 Análise da demonstração de resultados do exercício

O Resultado do exercício de 1991 atingiu os 1 051,7 milhares de contos, que representa um acréscimo de 37,8 milhares de contos relativamente a 1990.

O quadro "Síntese comparativa de resultados", que se segue, ilustra a evolução dos principais componentes da "Demonstração de resultados do exercício" nos anos de 1990 e 1991.

No âmbito dos PROVEITOS E GANHOS, onde se regista um incremento global de 564 689,0 milhares de contos, são de assinalar as seguintes variações mais significativas:

- O acréscimo muito significativo dos *Proveitos de operações de ouro de moeda estrangeira*, de 665 708,8 milhares de contos (+496%) que é devido, fundamentalmente, à adopção do sistema *multi-currency* no processo de apuramento de resultados em moeda estrangeira, implicando a afectação imediata dos proveitos e custos da reavaliação diária daquelas reservas. Consolidando os *Proveitos de operações de ouro e moeda estrangeira* e os *Custos de operações de ouro e moeda estrangeira* constata-se, contudo, uma variação positiva em termos líquidos, de perto de 73 milhões de contos;
- A diminuição de 55 231,7 milhares de contos em *Rendimento de títulos e de participações financeiras*, reflecte a contracção dos rendimentos provenientes da carteira de títulos da dívida pública portuguesa – como resultado da operação de esterilização da liquidez excedentária das instituições de crédito – embora compensada com o incremento relevante dos rendimentos de títulos estrangeiros;
- O aumento de 28 355,3 milhares de contos dos *Ganhos relativos a exercícios anteriores com origem*, principalmente, na reposição de perto de 113 milhões de contos da Provisão para riscos de flutuação de câmbios.

No âmbito dos CUSTOS E PERDAS, que assinalaram um acréscimo global de 564 651,2 milhares de contos, são de registar as seguintes modificações mais importantes:

- O incremento assinalável dos *Custos de operações passivas*, de 72 927,5 milhares de contos, (+ 48%), traduzindo o aumento observado nos juros da conta *Aplicações do Tesouro* (+59%), nos juros das remunerações das disponibilidades mínimas de caixa (+32%) e na remuneração dos novos depósitos especiais relacionados com a limitação da entrada de capitais externos e dos depósitos do Fundo de Regularização da Dívida Pública;
- O aumento muito acentuado dos *Custos de operações de ouro e moeda estrangeira*, (+592 318,5 milhares de contos), traduzindo o já referido efeito da adopção do sistema *multi-currency* no apuramento dos resultados na reavaliação diária das reservas em moeda estrangeira;
- O sensível decréscimo de 105 496,9 milhares de contos nos *Custos de operações de títulos (líquido)*, originado pela contracção significativa das aplicações nas instituições de crédito, como resultado da mencionada operação de esterilização da liquidez excedentária, que libertou os referidos meios líquidos para compra pelas instituições de crédito, de dívida pública reembolsada pelo Tesouro ao Banco de Portugal;
- O acréscimo das *Perdas extraordinárias*, de perto de 3 325,8 milhares de contos, reflecte o reforço das dotações extraordinárias para o Fundo de Pensões do Banco de Portugal, para cobertura das responsabilidades com os reformados e pensionistas da instituição.

## SÍNTESE COMPARATIVA DE RESULTADOS

Milhares de contos

	1990	1991	Diferenças	
			Valor	%
<b>PROVEITOS E GANHOS</b>				
PROVEITOS DE OPERAÇÕES ACTIVAS .....	85 587.9	78 793.7	-6 794.2	-7.94
PROVEITOS DE OPERAÇÕES DE OURO E MOEDA ESTRANGEIRA	134 218.3	799 927.1	+665 708.8	+495.99
PROVEITOS DE OUTRAS OPERAÇÕES E DE SERVIÇOS BANCÁRIOS	429.2	816.5	+387.3	+90.24
RENDIMENTO DE TÍTULOS E DE PARTICIPAÇÕES FINANCEIRAS	184 879.2	129 647.5	-55 231.7	-29.87
OUTROS PROVEITOS BANCÁRIOS .....	6.0	8.0	+2.0	+33.33
RECEITAS SUPLEMENTARES .....	144.7	159.7	+15.0	+10.37
GANHOS RELATIVOS A EXERCÍCIOS ANTERIORES .....	90 896.5	119 251.8	+28 355.3	+31.20
GANHOS EXTRAORDINÁRIOS .....	69 094.8	1 343.2	-67 751.6	-98.06
PROVISÕES UTILIZADAS .....	1.9	—	-1.9	-100.00
<b>TOTAL DE PROVEITOS E GANHOS .....</b>	<b>565 258.5</b>	<b>1 129 947.5</b>	<b>+564 689.0</b>	<b>+99.90</b>
<b>CUSTOS E PERDAS</b>				
CUSTOS DE OPERAÇÕES PASSIVAS .....	152 478.4	225 405.9	+72 927.5	+47.83
CUSTOS DE OPERAÇÕES DE OURO E MOEDA ESTRANGEIRA .	203 272.7	795 591.2	+592 318.5	+291.39
CUSTOS DE OPERAÇÕES DE TÍTULOS (líquido) .....	183 315.3	77 818.4	-105 496.9	-57.55
BONIFICAÇÕES DE TAXAS DE JURO DE CRÉDITO .....	6 404.3	5 482.0	-922.3	-14.40
OUTROS CUSTOS BANCÁRIOS .....	501.4	515.3	+13.9	+2.77
CUSTOS COM PESSOAL .....	10 937.8	12 366.4	+1 428.6	+13.06
FORNECIMENTOS DE TERCEIROS .....	421.3	508.7	+87.4	+20.75
SERVIÇOS DE TERCEIROS .....	1 873.0	2 532.8	+659.8	+35.23
CUSTOS COM A EMISSÃO E AMORTIZAÇÃO DE NOTAS .....	984.1	985.6	+1.5	+0.15
IMPOSTOS .....	30.1	32.4	+2.3	+7.64
AMORTIZAÇÕES DO EXERCÍCIO .....	980.6	1 328.2	+347.6	+35.45
PROVISÕES DO EXERCÍCIO .....	8.3	10.5	+2.2	+26.51
IMPOSTOS SOBRE LUCROS .....	—	0.8	+0.8	—
PERDAS RELATIVAS A EXERCÍCIOS ANTERIORES .....	271.5	226.0	-45.5	-16.76
PERDAS EXTRAORDINÁRIAS .....	2 765.8	6 091.6	+3 325.8	+120.25
<b>TOTAL DE CUSTOS E PERDAS .....</b>	<b>564 244.6</b>	<b>1 128 895.8</b>	<b>+564 651.2</b>	<b>+100.07</b>
<b>RESULTADO DO EXERCÍCIO .....</b>	<b>1 013.9</b>	<b>1 051.7</b>	<b>+37.8</b>	<b>+3.73</b>

### 3. Proposta de distribuição de lucros

O Resultado do exercício de 1990, na importância de 1 013 894 937\$80, foi aplicado do seguinte modo:

— Reserva .....	101 389 937\$80
— Reserva para novas instalações .....	101 389 000\$00
— Estado .....	811 116 000\$00

De acordo com o estipulado no nº 2 do Artº 63º da Lei Orgânica do Banco, o Resultado do exercício de 1991, será distribuído da seguinte forma:

— Reserva .....	105 167 893\$30
— Reserva para novas instalações .....	105 167 893\$00
— Estado .....	841 343 143\$00

Lisboa, 19 de Março de 1992

### CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

#### O GOVERNADOR

*José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira*

#### OS VICE-GOVERNADORES

*António Carlos Feio Palmeiro Ribeiro*

*António Mendo Castel-Branco Borges*

#### OS ADMINISTRADORES

*Abel António Pinto dos Reis*

*José de Matos Torres*

*Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza*

*António José de Castro Bagão Félix*

## **VI — RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA**

Em conformidade com o estabelecido na alínea c) do número 1 do artigo 54º da Lei Orgânica, o Conselho de Auditoria do Banco de Portugal emite o seu Relatório e Parecer sobre o Relatório do Conselho de Administração, o Balanço e as Contas do exercício findo em 31 de Dezembro de 1991, documentos financeiros que lhe foram presentes depois de discutidos e apreciados pelo Conselho de Administração na sua sessão de 19 do corrente, e pelo Conselho Consultivo, na sua reunião de 25 seguinte.

## 1. RELATÓRIO DO CONSELHO DE AUDITORIA

O funcionamento do Banco continuou a ser acompanhado fundamentalmente através da documentação emitida pelos seus Departamentos, nomeadamente pelos Departamentos de Contabilidade e Controlo Orçamental e de Auditoria, das informações obtidas directamente do Conselho de Administração e dos vários Serviços do Banco e ainda pelo conhecimento directo das decisões tomadas nas reuniões semanais do Conselho de Administração, nas quais um dos membros deste Conselho participa.

A confirmação de valores e de bens à guarda das dependências do Banco continuou a ser feita mediante contagens físicas levadas a efeito pelos seus responsáveis e pelo Departamento de Auditoria. Igualmente se realizaram as tradicionais contagens físicas de fim de ano.

No que respeita à auditoria interna, é ainda de realçar o trabalho realizado durante o exercício, com vista à melhoria do controlo interno dos serviços, em matéria de levantamento e avaliação de procedimentos, de verificação de operações, de análise das condições de funcionamento e de segurança e de quantificação e qualificação dos meios de acção materiais e humanos das dependências.

A documentação que veio ao Conselho de Auditoria para tomar conhecimento, apreciar e dar parecer continuou, no exercício findo, a ser objecto de elaboração de documentos de trabalho com vista a ordenar as apreciações e os comentários e a preparar, sempre que fosse caso disso, as propostas de recomendação ou de pareceres, a emitir e a comunicar depois de discutidos e aprovados pelo Conselho de Auditoria, nas suas reuniões ordinárias mensais ou extraordinárias. Destas reuniões foram elaboradas as correspondentes actas.

As actas das reuniões da Comissão Directiva do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo e os documentos financeiros mensais e anuais deste Fundo e anuais do Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado foram objecto de apreciação e de emissão de pareceres para os casos da prestação anual das contas dos exercícios findos.

Assim, durante o ano transacto foram emitidos pareceres sobre:

- O Relatório e Contas do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, relativos ao exercício de 1990;

- O Relatório e Contas do Banco de Portugal, relativos ao exercício de 1990;
- O Orçamento de Exploração do Banco de Portugal para 1991;
- O Relatório e Contas do Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado, relativos ao exercício de 1990;
- O Relatório e Contas do Fundo de Garantia de Riscos Cambiais, relativos ao exercício de 1990;
- O Relatório e Contas do Instituto Financeiro de Apoio ao Desenvolvimento da Agricultura e Pescas, relativos ao exercício de 1990;
- Os empréstimos 1701 PO (SMI1) e 2263 PO (SMI2).

## 2. BALANÇO E CONTAS DE 1991

O relatório do Conselho de Administração contém desenvolvida informação sobre o Balanço e Contas de 1991, do qual nos permitimos destacar o seguinte:

### 2.1 - Notas explicativas

No final do exercício tínhamos, no que se refere:

#### I - VALORES ACTIVOS

- a) *Disponibilidades em ouro*, num quantitativo de 493,524 toneladas de ouro fino, valorizadas em 687 706 milhares de contos<sup>(1)</sup> e *Disponibilidades em moeda estrangeira* valorizadas em 622 455 milhares de contos<sup>(2)</sup>, ou seja, um total de 1 310 161 milhares de contos<sup>(3)</sup>;
- b) *Direitos de saque especiais*, num total de 68 252 917, registados em balanço por 13 100 milhares de contos<sup>(4)</sup>;
- c) *ECU oficiais*, num total de 1 973 421 418,04, contrapartida do ouro e dos dólares entregues ao FECOM, valorizados por 354 991 milhares de contos<sup>(5)</sup>;
- d) *Quota de Portugal no Fundo Monetário Internacional*, valorizada em 72 538 milhares de contos<sup>(6)</sup>, inclui 17 797 milhares de contos da participação em "ouro" e "moeda estrangeira" e 54 741 milhares de contos da participação em "escudos";
- e) *Outras reservas cambiais*, valorizadas em 1 734 819 milhares de contos<sup>(7)</sup> e compreendendo: títulos estrangeiros (1 719 730 milhares de contos); títulos de organismos financeiros internacionais (13 066 milhares de contos) e participações em organismos internacionais (2 023 milhares de contos);
- f) *Outras garantias da emissão monetária*, num total de 488 283 milhares de contos<sup>(8)</sup> dos quais 223 713 milhares de contos são do Tesouro Público c/corrente e 141 326 milhares de contos de créditos com caução.

(1) Em 31/12/90, a quantidade de ouro era de 492 303 toneladas e o valor era de 683 020 milhares de contos;

(2) Em 31/12/90, este valor era de 801 773 milhares de contos;

(3) Em 31/12/90, este valor era de 1 484 793 milhares de contos;

(4) Em 31/12/90, este valor era de 7 650 milhares de contos;

(5) Em 31/12/90, este valor era de 357 737 milhares de contos;

(6) Em 31/12/90, este valor era de 71 579 milhares de contos;

(7) Em 31/12/90, este valor era de 748 600 milhares de contos;

(8) Em 31/12/90, este valor era de 1 056 626 milhares de contos.

## II - VALORES PASSIVOS

- a) *Depósitos e contas correntes - moeda nacional - residentes no País*, num total de 2 598 254 milhares de contos, dos quais 1 693 452 milhares de contos são de instituições monetárias;
- b) *Depósitos e contas correntes - moeda nacional - residentes no estrangeiro*, num total de 37 784 milhares de contos, dos quais 36 164 milhares de contos são do Fundo Monetário Internacional, incluindo as promissórias de 30 000 milhares de contos a pagar pelo Banco em substituição do Estado.

### 2.2 Análise do Balanço

A variação de aumento dos valores do balanço verificada no final de 1991, comparativamente com o final do ano anterior, foi de um total de 160 173 milhares de contos.

As variações mais significativas que contribuíram para este aumento e que se julga de destacar são:

#### a) Nas contas do ACTIVO

- A rubrica *Ouro e moeda estrangeira*, com uma diminuição de 174 632 milhares de contos, consequência da preferência por títulos estrangeiros negociáveis;
- A rubrica *Outras reservas cambiais*, com um aumento de 986 219 milhares de contos, em resultado da preferência referida anteriormente;
- A rubrica *Títulos da dívida pública*, com uma diminuição de 731 145 milhares de contos, resultante da operação de esterilização da liquidez excedentária, que implicou o resgate da quase totalidade dos títulos da dívida pública portuguesa;
- A rubrica *Créditos com caução*, com um aumento de 140 951 milhares de contos, por compra de Bilhetes do Tesouro com acordo de revenda a instituições de crédito;
- A rubrica *Outras garantias diversas*, com uma diminuição de 158 873 milhares de contos, resultante, em grande parte, do reembolso das obrigações do Instituto Nacional de Garantia Agrícola;

## b) Nas contas do PASSIVO

- A rubrica *Outros saldos do Sector Público*, com um aumento de 479 730 milhares de contos, resultante da expansão da rubrica *Tesouro Público* e dos saldos das novas contas de depósitos do Fundo de Regularização da Dívida Pública;
  - A rubrica *Depósitos de instituições monetárias*, com um aumento de 354 448 milhares de contos, resultante do incremento das reservas de caixa;
  - A rubrica de *Aplicações das instituições de crédito e parabancárias*, com uma diminuição de 756 100 milhares de contos, relacionada com a mencionada operação de esterilização da liquidez excedentária das instituições de crédito;
  - A rubrica *Outras responsabilidades em moeda nacional*, com um aumento de 193 937 milhares de contos, resultante da abertura ou reforço de depósitos especiais e compulsórios das instituições de crédito para refrear o afluxo de capitais externos;
  - A rubrica *Provisões*, com uma diminuição de 113 390 milhares de contos, resultante da reposição da Provisão para Riscos de Flutuação de Câmbios;
- c) A taxa de cobertura da emissão monetária decresce 4,1% de 1990 (em que era de 1,130) para 1991 (em que se fixou em 1,084).

## 2.3 Resultados do exercício

O resultado positivo em 1991 foi de 1052 milhares de contos. No ano anterior, o resultado positivo tinha sido de 1014 milhares de contos. Os *Proveitos e Ganhos* em 1991 tiveram um aumento de 564 689 milhares de contos em relação a 1990 (+99,90%) e os *Custos e Perdas* acusaram também um aumento de 564 681 milhares de contos em relação ao ano anterior (+100,07%).

## 2.4 Proposta de aplicação de resultados

Para a aplicação dos resultados de 1991, o Conselho de Administração propõe a verba de 841 milhares de contos para o Estado e o restante para Reserva para novas instalações – 105 milhares de contos – e para Reserva legal – 105 milhares de contos.

### 3. PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA

Com base nas análises feitas aos documentos que lhe foram apresentados e nas informações obtidas, sempre que necessário, do Conselho de Administração e dos Departamentos do Banco, o Conselho de Auditoria nada tem a objectar à aprovação do Balanço e Contas do Exercício de 1991, do Relatório do Conselho de Administração e da respectiva proposta de aplicação de resultados e exprime o seu reconhecimento pela colaboração sempre recebida do Conselho de Administração e dos Departamentos do Banco.

Lisboa, 26 de Março de 1992

#### O CONSELHO DE AUDITORIA

*José de Azeredo Perdigão* – PRESIDENTE

*João Florêncio Vicente de Carvalho*

Revisor Oficial de Contas nº 301, em representação de "Albuquerque,  
Aragão & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas".

*José Maria Pires*

II Parte

**ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA**

**Os dados utilizados na Análise Económica e Financeira correspondem á informação estatística mais recente de que se dispunha no momento em que foi elaborada, estando, portanto, sujeitos a revisões.**

**A experiência tem demonstrado, porém, que tais revisões não introduzem substanciais alterações, quer na análise produzida, quer nas conclusões alcançadas.**

## ÍNDICE

Capítulo I	A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1991 – Apreciação Global .....	83
Capítulo II	ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA .....	93
	<i>A União Económica e Monetária — Principais desenvolvimentos em 1991</i> .....	105
Capítulo III	PROCURA; PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS .....	109
	1. Introdução .....	109
	2. Procura .....	111
	2.1 Consumo privado .....	111
	<i>Correcção do efeito da inflação sobre a taxa de poupança</i> .....	115
	2.2 Consumo público .....	117
	2.3 Investimento .....	117
	2.4 Exportações e importações .....	119
	3. Produção .....	125
	3.1 Agricultura, silvicultura e pesca .....	126
	3.2 Indústria .....	126
	3.3 Electricidade, gás e água .....	128
	3.4 Construção .....	128
	3.5 Serviços .....	128
	4. Mercado de trabalho e repartição do rendimento nacional .....	128
	4.1 Traços gerais .....	128
	4.2 Salários .....	130
	4.3 Desemprego .....	132
	4.4 Emprego .....	134
	4.5 Produtividade e repartição do rendimento nacional .....	137
	5. Preços .....	139
Capítulo IV	BALANÇA DE PAGAMENTOS .....	145
	1. Introdução .....	145
	2. Balança de transacções correntes .....	147
	2.1 Balança comercial .....	147
	2.1.1 Distribuição sectorial do comércio externo .....	147
	2.1.2 Distribuição geográfica do comércio externo .....	149
	2.2 Invisíveis correntes .....	150

3.	Balança de capitais .....	153
3.1	Créditos registados na dívida .....	155
3.2	Operações sobre títulos .....	156
3.3	Investimento directo estrangeiro .....	158
3.4	Outras operações de capitais .....	159
4.	Dívida externa, reservas oficiais e posição externa líquida .....	160
<b>Capítulo V FINANÇAS PÚBLICAS .....</b>		<b>167</b>
1.	Introdução .....	167
2.	Receitas públicas .....	168
3.	Despesas públicas .....	171
4.	Financiamento e dívida pública .....	171
5.	Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia .....	174
	A harmonização da tributação indirecta na Comunidade Europeia .....	175
	<i>Os Orçamentos do Estado e da Segurança Social para 1992</i> .....	178
<b>Capítulo VI SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA .....</b>		<b>181</b>
1.	Política monetária e cambial .....	181
1.1	Apreciação global .....	181
	<i>A integração do escudo no mecanismo cambial do sistema monetário europeu</i> ..	187
1.2	Execução das políticas monetária e cambial .....	190
	<i>A taxa de juro overnight no mercado monetário interbancário</i> .....	202
2.	Agregados monetários e de crédito .....	205
3.	Mercado de capitais .....	212
3.1	Enquadramento geral .....	212
	<i>Cronologia das principais medidas sobre o mercado de valores mobiliários</i> <i>em 1991</i> .....	217
3.2	Mercado de obrigações .....	220
3.2.1	Dívida pública .....	220
3.2.2	Outras obrigações .....	224
3.3	Mercado de acções .....	225
3.4	Outros instrumentos .....	228
	<i>O processo de privatizações — Os desenvolvimentos de 1991</i> .....	230

## QUADROS

### Capítulo I — A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1991

I.1	Portugal: Principais indicadores económicos, 1986–1991 .....	92
-----	--	----

### Capítulo II — ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

II.1	Contas nacionais .....	94
II.2	Taxas médias de desemprego .....	95
II.3	Taxas de inflação (IPC) .....	97
II.4	Saldos da balança de transacções correntes .....	98
II.5	Necessidades de financiamento da Administração Pública .....	99
	A União Económica e Monetária	
[1.]	<i>Indicadores económicos para os países da CE</i> .....	107

### Capítulo III — PROCURA, PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS

III.1	Despesa nacional .....	110
III.2	Rendimento disponível dos particulares .....	112
	Correcção do efeito da inflação sobre a taxa de poupança	
[1.]	<i>Estimativa do efeito da inflação sobre as taxas de poupança sectoriais</i> .....	115
III.3	Poupança e investimento .....	117
III.4	Exportação e importação – Evolução em volume por grandes categorias económicas .....	121
III.5	Produto interno bruto .....	125
III.6	Índices de produção industrial .....	126
III.7	Alteração da estrutura do VAB na indústria transformadora .....	127
III.8	Grau de utilização da capacidade produtiva .....	127
III.9	Síntese de indicadores do mercado de trabalho .....	129
III.10	Salário mínimo nacional .....	130
III.11	Flexibilidade do salário real .....	131
III.12	Evolução do salário nominal e real no sector público e privado .....	131
III.13	Evolução intra-anual das remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva do trabalho .....	132
III.14	Duração média de procura de emprego .....	133
III.15	Alteração da estrutura do emprego na indústria transformadora .....	133
III.16	População, emprego e desemprego .....	134
III.17	População activa, emprego e desemprego .....	135
III.18	Emprego, horas trabalhadas e duração média de horas de trabalho .....	136
III.19	Evolução do peso das remunerações no rendimento nacional .....	138
III.20	Repartição do rendimento nacional .....	138
III.21	Produtividade do factor trabalho .....	139
III.22	Indicadores de inflação – Taxas de variação das médias de 12 meses .....	139

III.23	Indicadores de inflação – Taxas de variação homólogas em Dezembro .....	140
III.24	Custos e preços .....	142
III.25	Índice de preços no consumidor – Taxas de variação média .....	143
III.26	Índice de preços no consumidor – Taxas de variação homólogas em Dezembro ..	143
III.27	Evolução dos preços dos produtos do petróleo .....	144

## Capítulo IV — BALANÇA DE PAGAMENTOS

IV.1	Evolução das principais rubricas da balança de pagamentos .....	146
IV.2	Comércio externo alfandegário – Volumes .....	147
IV.3	Comércio externo alfandegário – Preços .....	148
IV.4	Distribuição geográfica das importações (CIF) – Comércio externo alfandegário .....	149
IV.5	Distribuição geográfica das exportações (FOB) – Comércio externo alfandegário .....	150
IV.6	Balança de serviços e rendimentos .....	151
IV.7	Balança de pagamentos – Financiamento .....	153
IV.8	Balança de capitais – Fluxos relacionados com a dívida externa não monetária ..	155
IV.9	Operações de capitais não relacionadas com a dívida .....	157
IV.10	Títulos nacionais adquiridos por não residentes – Fluxos líquidos .....	157
IV.11	Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal — Por tipo de operação .....	158
IV.12	Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal — Por sectores de actividade económica .....	159
IV.13	Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal — Por país de origem .....	159
IV.14	Dívida externa não monetária – Posições em fim de período .....	161
IV.15	Indicadores da posição externa líquida e dívida externa .....	161
IV.16	Reservas oficiais líquidas – Posições em fim de período .....	163
IV.17	Posição externa líquida – Posições em fim de período .....	164

## Capítulo V — FINANÇAS PÚBLICAS

V.1	Saldo das contas do Sector público administrativo .....	168
V.2	Sector público administrativo – Peso na economia .....	168
V.3	Contas nacionais do Sector público administrativo .....	169
V.4	Sector público administrativo – Taxas de crescimento e estrutura das receitas ...	170
V.5	Sector público administrativo – Taxas de crescimento e estrutura das despesas ..	170
V.6	Necessidades de financiamento do Sector público administrativo .....	172
V.7	Défice e necessidades de financiamento do Sector público administrativo .....	173
V.8	Dívida pública directa efectiva .....	173
V.9	Taxas de juro da dívida pública directa .....	174
V.10	Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia .....	174
	A harmonização da tributação indirecta na Comunidade Europeia	
[1.]	<i>As taxas do IVA na CE</i> .....	176
[2.]	<i>Impostos sobre consumos específicos na CE</i> .....	177
	Os orçamentos do Estado e da Segurança Social para 1992	
[1.]	<i>Projectão das contas nacionais do Sector público administrativo para 1992</i> .....	180

Capítulo VI — SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA

	A integração do escudo no Mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu	
[1.]	<i>Taxas de câmbio centrais face ao ECU e peso de cada moeda no cabaz</i> . . . . .	188
[2.]	<i>Taxas de câmbio centrais do escudo no mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu</i> . . . . .	188
VI.1	Taxas de juro oficiais de operações regulares de cedência e absorção de liquidez e de remuneração de disponibilidades mínimas de caixa . . . . .	190
VI.2	Balanço do Banco de Portugal . . . . .	191
VI.3	Contrapartidas da base monetária . . . . .	192
VI.4	Intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário – Operações de absorção de liquidez	
	A — Operações regulares de absorção de liquidez associadas ao período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa . . . . .	193
	B — Operações ocasionais de absorção de liquidez . . . . .	194
	C — Outras operações de absorção de liquidez . . . . .	195
VI.5	Intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário – Operações de cedência de liquidez . . . . .	196
VI.6	Bilhetes do Tesouro – Mercado primário . . . . .	197
VI.7	Crédito em leilão ao investimento público (CLIP) . . . . .	199
VI.8	Contrapartidas da variação anual de L <sup>+</sup> . . . . .	209
VI.9	Crédito bancário ao consumo . . . . .	211
VI.10	Emissão total de títulos líquida de amortizações – Por sectores institucionais . . . . .	213
VI.11	Composição da carteira de títulos de médio e longo prazos dos fundos de investimento mobiliário . . . . .	214
VI.12	Títulos nacionais detidos por não residentes . . . . .	214
VI.13	Emissão total de títulos líquida de amortizações – Por tipo de instrumento . . . . .	216
VI.14	Emissão de obrigações – Por sectores institucionais . . . . .	220
VI.15	Emissão de obrigações – Por tipo de taxa . . . . .	221
VI.16	Obrigações do Tesouro – Médio prazo . . . . .	221
VI.17	Posição e movimento no mercado secundário de obrigações . . . . .	222
VI.18	Mercado secundário de obrigações – Taxas de rentabilidade – Obrigações de dívida pública . . . . .	223
VI.19	Mercado secundário de obrigações – Taxas de rentabilidade – Obrigações de empresas . . . . .	225
VI.20	Constituição, dissolução e aumentos de capital de sociedades anónimas . . . . .	226
VI.21	Emissão de acções . . . . .	226
VI.22	Posição no mercado secundário de acções . . . . .	227
VI.23	Movimento no mercado secundário de acções . . . . .	227
VI.24	Posição e movimento no mercado secundário de títulos de participação . . . . .	229
VI.25	Posição e movimento no mercado secundário de unidades de participação . . . . .	229
	O processo de privatizações — Os desenvolvimentos de 1991	
[1.]	<i>Alienações de capital de empresas públicas no âmbito do processo de privatizações</i> . . . . .	231

## GRÁFICOS

### Capítulo I — A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1991

I.1	Indicadores de convergência nominal - Diferencial de inflação Portugal-CE . . . .	83
I.2	Indicadores de convergência real - Diferencial de crescimento Portugal-CE . . . .	83
I.3	PIB <i>per capita</i> - Portugal . . . . .	84
I.4	Evolução da economia - Comparação intertemporal . . . . .	84

### Capítulo II — ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

II.1	Convergência das taxas de inflação das economias da CE . . . . .	96
II.2	Taxas de inflação – CE, EUA, Alemanha e Japão . . . . .	96
II.3	Taxas de inflação – Portugal, Reino Unido, Espanha, Itália, França e MTC-SME .	96
II.4	Saldos da balança comercial . . . . .	98
II.5	Custos de trabalho por unidade produzida (CTUP – relativos) . . . . .	99
II.6	Taxas de juro oficiais . . . . .	101
II.7	Taxas de juro de curto prazo . . . . .	101
II.8	Taxas de juro de longo prazo . . . . .	101
II.9	Taxas de juro de curto prazo ajustadas de inflação . . . . .	102
II.10	Taxas de juro de longo prazo ajustadas de inflação . . . . .	102
II.11	Taxas de câmbio do marco . . . . .	103
II.12	Evolução das moedas do SME . . . . .	103
II.13	Cotações de acções . . . . .	104

### Capítulo III — PROCURA, PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS

III.1	Origens do crescimento do consumo das famílias . . . . .	111
III.2	Taxa de poupança dos particulares . . . . .	113
III.3	Indicadores do consumo . . . . .	114
	Correcção do efeito da inflação sobre a taxa de poupança	
[1.]	<i>Taxas de poupança dos sectores institucionais</i> . . . . .	116
III.4	Taxa de autofinanciamento – Sector empresarial . . . . .	118
III.5	Indicadores qualitativos do nível de existências . . . . .	119
III.6	Grau de abertura da economia – Mercado de bens e serviços . . . . .	120
III.7	Taxa de penetração das importações . . . . .	120
III.8	Ganhos e perdas dos termos de troca . . . . .	120
III.9	Exportações e procura externa . . . . .	121
III.10	Quotas no mercado externo . . . . .	122
III.11	Exportações e procura interna . . . . .	123
III.12	Exportações e procura relativa . . . . .	123
III.13	Índices de preços relativos – Base: 1985 = 100 . . . . .	123

III.14	Indicadores de competitividade externa .....	124
III.15	Evolução remunerações nominais vs taxa de desemprego .....	129
III.16	Taxas de desemprego .....	132
III.17	Curva de "Beveridge" .....	132
III.18.1	Emprego total por sectores de actividade .....	136
III.18.2	Emprego por conta de outrem por sectores de actividade .....	136
III.19	Evolução intra-anual do emprego .....	137
III.20	Remunerações reais e produtividade dos empregados por conta de outrem ....	137
III.21	Indicadores de inflação .....	140
III.22	Decomposição das variações do índice implícito dos preços da procura interna total .....	141
III.23	Índices de preços no consumidor – Total geral .....	143

#### Capítulo IV — BALANÇA DE PAGAMENTOS

IV.1	Balança de pagamentos .....	147
IV.2	Saldos da balança comercial .....	148
IV.3	Saldos dos invisíveis correntes .....	152
IV.4	Evolução da balança de capitais .....	154
IV.5	Operações de capitais autónomos .....	154
IV.6	Dívida externa não monetária .....	160
IV.7	Repartição da dívida externa não monetária por sectores mutuários .....	162
IV.8	Indicadores da dívida externa e da posição externa líquida .....	162
IV.9	Indicadores do serviço da dívida externa .....	163
IV.10	Reservas oficiais líquidas .....	164
IV.11	Reservas oficiais líquidas – Comparação internacional .....	165
IV.12	Posição externa líquida .....	165

#### Capítulo V — FINANÇAS PÚBLICAS

V.1	Défice global e necessidades de financiamento do Sector público administrativo .....	172
V.2	Dívida pública directa bruta e depósitos do Tesouro .....	173

#### Capítulo VI — SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA

VI.1	Taxas de juro oficiais de operações regulares de cedência e absorção de liquidez .....	182
VI.2	Taxas de juro .....	182
VI.3	Taxas de juro deflacionadas .....	183
VI.4	Taxa de juro deflacionada dos depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano .....	183
VI.5	Índices de taxa de câmbio do escudo .....	184
VI.6	Variação de reservas oficiais líquidas e capitais flutuantes .....	184
VI.7	Desvios entre valores observados e programados de L <sup>-</sup> .....	186
	A integração do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu	
[1.]	<i>Situação do escudo no mecanismo de taxas de câmbio do SME</i> .....	189
VI.8	Taxas de juro oficiais de intervenção regular, de intervenção ocasional, do mercado monetário interbancário <i>overnight</i> e dos títulos de regularização monetária de 1 a 7 dias .....	190
VI.9	Base monetária e suas contrapartidas .....	193
VI.10	Bilhetes do Tesouro – Mercado primário .....	200

	A taxa de juro <i>overnight</i> no mercado monetário interbancário	
[ 1.]	Mercado monetário interbancário <i>overnight</i> – Médias mensais de valores diários .....	202
[ 2.]	Mercado monetário interbancário <i>overnight</i> – Taxas de juro .....	202
[ 3.]	Variabilidade semanal da taxa de juro <i>overnight</i> do mercado monetário interbancário .....	202
[ 4.]	Taxa de juro <i>overnight</i> no primeiro dia do período sobre a taxa da semana .....	203
[ 5.]	Taxa de juro <i>overnight</i> no dia de incidência sobre a taxa da semana .....	203
[ 6.]	Taxa de juro <i>overnight</i> no último dia do período sobre a taxa da semana .....	203
[ 7.]	Variabilidade da taxa de juro <i>overnight</i> no primeiro dia do período .....	203
[ 8.]	Variabilidade da taxa de juro <i>overnight</i> no dia de incidência .....	203
[ 9.]	Variabilidade de taxa de juro <i>overnight</i> no último dia do período .....	203
[10.]	Peso dos quatro maiores bancos cedentes na globalidade do sistema .....	204
[11.]	Peso dos quatro maiores bancos adquirentes na globalidade do sistema .....	204
VI.11	Velocidade de circulação da moeda .....	206
VI.12	Agregados monetários e financeiros .....	206
VI.13	Agregados monetários .....	207
VI.14	Estrutura temporal dos depósitos a prazo .....	207
VI.15	Depósitos a prazo de empresas .....	207
VI.16	Contrapartidas da variação anual de $L^+$ .....	210
VI.17	Agregados de crédito .....	210
VI.18	Financiamento a empresas e particulares .....	211
VI.19	Financiamento interno a empresas e particulares .....	211
VI.20	Transacções em Bolsa e fora de Bolsa .....	215
VI.21	Composição das transacções em Bolsa .....	215
VI.22	Transacções em Bolsa de obrigações de dívida pública – Valores acumulados ...	222
VI.23	Transacções em Bolsa de obrigações de dívida pública .....	223
VI.24	Transacções em Bolsa de obrigações de dívida pública – em 1991 .....	223
VI.25	Mercado secundário de obrigações – Taxa de rentabilidade – Obrigações de dívida pública de taxa indexada .....	223
VI.26	Transacções em Bolsa de obrigações de empresas – Valores acumulados .....	225
VI.27	Transacções em Bolsa de acções – Valores acumulados .....	226
VI.28	Índice de cotações – Acções .....	228
	O processo de privatizações – Os desenvolvimentos de 1991	
[1.]	Valorização das privatizações – em 1991 .....	230

## Capítulo I

### A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1991

#### Apreciação global

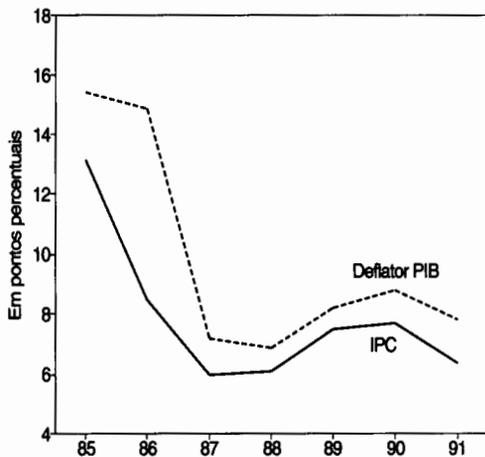
Os traços mais salientes da evolução da economia portuguesa em 1991 foram a redução da inflação e, em paralelo, o abrandamento do ritmo de crescimento do produto real. A descida da inflação veio quebrar a sequência de acelerações sucessivas dos preços que se observava desde 1988, e constituiu um importante passo no sentido da convergência nominal com as restantes economias da Comunidade Europeia (gráfico I.1). A desaceleração do produto real, por seu lado, não im-

pediu a manutenção dum razoável diferencial de crescimento em relação à média daquele espaço económico e, por conseguinte, o prosseguimento do processo de convergência real retomado em meados da década de 1980 (gráficos I.2 e I.3). Não obstante o abrandamento económico, o emprego continuou a expandir-se significativamente e a taxa de desemprego registou nova redução (gráfico I.4), acentuando a situação de tensão no mercado de trabalho.

Gráfico I.1

#### INDICADORES DE CONVERGÊNCIA NOMINAL

Diferencial de inflação Portugal-CE

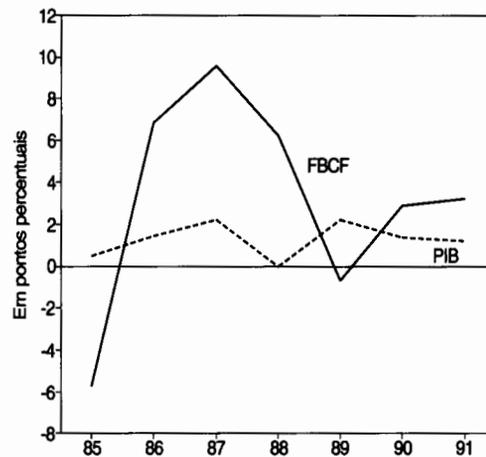


Fonte: CE, INE e Banco de Portugal.

Gráfico I.2

#### INDICADORES DE CONVERGÊNCIA REAL

Diferencial de crescimento Portugal-CE

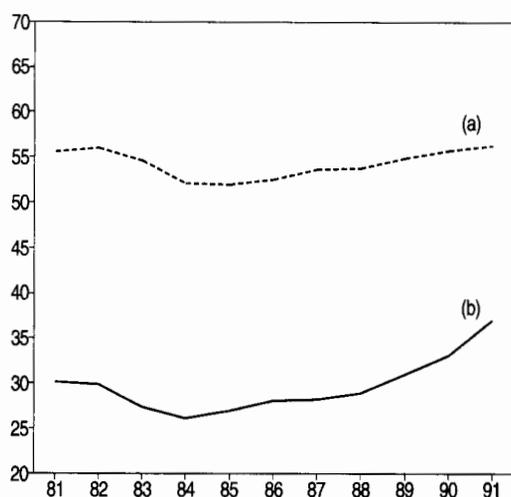


Fonte: CE, INE e Banco de Portugal.

Gráfico I.3

**PIB PER CAPITA - PORTUGAL**

Índice EUR12=100



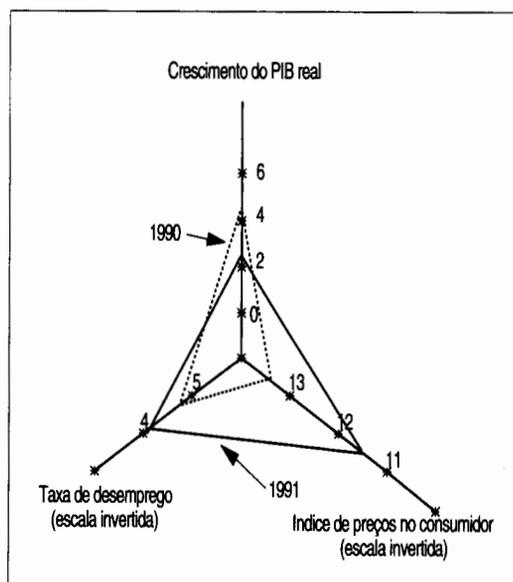
Notas:

- (a) Paridade de poder de compra.
- (b) Taxa de câmbio corrente.

Gráfico I.4

**EVOLUÇÃO DA ECONOMIA**

Comparação intertemporal



O abrandamento do crescimento real (para 2.5 por cento em 1991 contra uma média anual de 4.6 por cento no período 1986-90), foi acompanhado por uma alteração do "motor" da procura, que não se situou, neste ano, nas exportações e no investimento, mas fundamentalmente no consumo privado. Com efeito, a formação bruta de capital fixo e as exportações de bens e serviços, que haviam registado taxas de crescimento médias anuais de quase 11 por cento, em volume, no período 1986-90, desaceleraram para 2.8 por cento e 1.8 por cento, respectivamente, em 1991. O consumo privado, por seu lado, manteve neste ano um forte ritmo de expansão real (5.2 por cento), da mesma ordem de grandeza da respectiva taxa média anual no quinquénio anterior (5 por cento). O padrão de crescimento em 1991 surge, assim, como menos satisfatório do que nos anos anteriores. Esta alteração decorreu, em parte, da envolvente externa da economia nacional e de factores autónomos ligados ao comportamento dos agentes económicos; por outro lado, ela reflectiu também a combinação de políticas seguida, designadamente a acentuação, em parte possivelmente não antecipada, da orientação restritiva da política monetária e cambial relativamente à política orçamental.

Na verdade, a política económica em 1991 foi decisivamente condicionada pela prioridade imperiosa de fazer baixar a inflação, com vista a criar as condições de estabilidade financeira necessárias a um crescimento sustentado, e a assegurar a participação plena de Portugal no processo de criação da União Económica e Monetária. Mais uma vez, no entanto, a política orçamental não dispôs da flexibilidade necessária, permanecendo condicionada por importantes elementos de rigidez. Assim, apesar de os resultados da execução orçamental terem sido melhores do que o orçamentado no início do ano, o défice do sector público administrativo, manteve-se num nível elevado (6.8 por cento do PIB), o mesmo sucedendo às respectivas necessidades de financiamento (estimadas em 5.7 por cento do PIB). A política cambial manteve a sua orientação não

acomodatícia do diferencial de inflação entre Portugal e um grupo de economias com nível de inflação relativamente baixo, procurando desta forma impôr à economia nacional uma disciplina nominal semelhante à desses países, resistindo, contudo, às fortes pressões no mercado cambial para apreciação do escudo. Através do reforço das barreiras temporárias à entrada de capitais, que conseguiram assegurar algum grau de autonomia à política monetária interna, a política cambial pôde ser conjugada com a manutenção permanente de condições monetárias internas rigorosas, que se traduziram numa subida acentuada (e generalizada) das taxas de juro reais.

\*\*\*\*\*

A evolução da economia portuguesa em 1991 enquadrou-se na fase de abrandamento cíclico defrontada pelas economias industrializadas no seu conjunto. Este abrandamento iniciou-se em meados de 1990 nos Estados Unidos, Canadá e Reino Unido, e, num segundo momento, transmitiu-se a economias como a francesa e a italiana, enquanto ganhou foros claramente recessivos nos países anglo-saxónicos onde se originou, frustrando as expectativas de recuperação na sequência do fim da guerra do Golfo. A Alemanha, impulsionada pelas tarefas de unificação interna, permaneceu relativamente pouco afectada por estes desenvolvimentos até meados de 1991 mas, desde então, acusa sintomas de desaceleração. O arrefecimento da economia internacional foi particularmente marcado no investimento, tendo a formação bruta de capital fixo decrescido em termos reais nas economias mais atingidas, e foi acompanhado por uma sensível desaceleração do comércio internacional.

Dado o seu elevado e crescente grau de abertura, a economia portuguesa não podia ficar imune a estes desenvolvimentos, e o abrandamento internacional teve impacto significativo sobre a evolução das exportações e do investimento privado nacionais em 1991 (e,

por reflexo, nas importações). No entanto, a procura interna continuou a registar uma elevada taxa de expansão real (4.2 por cento), estimulada pelo crescimento das despesas públicas de consumo e investimento e, sobretudo, pelo dinamismo do consumo privado no conjunto do ano, sustentado por factores autónomos e estimulado também em parte pela política orçamental.

O elevado dinamismo do consumo privado (que cresceu 5.2 por cento em termos reais) esteve associado a uma forte expansão do rendimento disponível real dos particulares (3.9 por cento), à substancial subida dos rendimentos das classes etárias com maior propensão ao consumo (designadamente a subida de 9 por cento, em termos reais, das transferências internas) e, mais genericamente, à manutenção de boas perspectivas de evolução do rendimento permanente. A situação de tensão no mercado de trabalho forneceu o pano de fundo para o elevado crescimento observado na massa salarial (7.2 por cento em termos reais), que deu um contributo determinante para a expansão do rendimento disponível; este contributo foi particularmente importante no caso do sector público administrativo, na sequência da introdução do novo sistema retributivo.

Em paralelo, a taxa de poupança das famílias registou uma queda de um ponto percentual, em termos de rendimento disponível, em 1991. Parte desta queda decorre apenas da desaceleração da inflação observada no ano, e conseqüente atenuação da erosão provocada pelo crescimento dos preços sobre a riqueza financeira do sector. No entanto, corrigindo deste efeito continua a verificar-se uma queda, embora mais moderada (estimada em 0.2 pontos percentuais), que se insere num processo de redução gradual no decurso dos últimos anos.

Para esta diminuição gradual da taxa de poupança das famílias (corrigida do efeito de erosão da inflação), concorre um conjunto de factores de natureza e alcance diversos. Em primeiro lugar, na sequência da adesão à Comunidade Europeia, deverá ter vindo a verificar-se um "efeito riqueza", isto é, um aumento

do rendimento permanente esperado das famílias, mediante um ajustamento gradual. Outro efeito relacionado com a adesão, e que poderá ter tido algum impacto nos primeiros anos, consistiu na oferta de bens de consumo até então indisponíveis. Um segundo tipo de factores relaciona-se com a estrutura etária da população e cobertura da segurança social. Na verdade, existe uma tendência de alteração da composição etária da população em favor de classes com menor propensão à poupança, nomeadamente idosos, conjugada com um forte crescimento dos respectivos rendimentos, no âmbito da melhoria das prestações da segurança social. Mais genericamente, a perspectiva de melhor cobertura da segurança social, possivelmente articulada também com a integração europeia, pode reduzir a necessidade de poupança para a reforma. Por último, um terceiro tipo de factores diz respeito ao progressivo desaparecimento das restrições de liquidez, no âmbito do processo de desregulamentação e desenvolvimento do sistema financeiro; este factor, designadamente mediante a generalização do acesso a crédito, poderá induzir uma expansão temporária do consumo em detrimento da poupança.

O "calendário" do impacto destes diversos factores sobre a taxa de poupança dos particulares não é idêntico, nem é definível com exactidão: o efeito riqueza associado à adesão deverá tender a esbater-se à medida que se conclui o ajustamento das expectativas de rendimento permanente; as alterações de índole demográfica, contudo, representam tendências de longo prazo, e a eliminação das restrições de liquidez deverá encontrar-se ainda no seu início. Assim, é possível que a tendência da taxa de poupança das famílias continue a ser decrescente ao longo dos próximos anos, suscitando aos responsáveis da política económica a questão da eventual necessidade da adopção de medidas que inflictam ou minorem esta evolução, ou que a compensem por um reforço da poupança pública.

Neste contexto, o papel fundamental do banco central deverá ser o de procurar garantir que as deslocações autónomas da poupan-

ça da economia, tudo o resto constante, são acompanhadas por movimentos das taxas de juro reais para os seus níveis de equilíbrio. Isto passa, por um lado, por proporcionar as condições para um eficiente funcionamento dos mercados, o que envolve a remoção de regulamentações que perturbem esse ajustamento; por outro lado, na presença de elementos de rigidez nas taxas de juro, o banco central deverá procurar induzir o ajustamento do mercado através dos sinais dados pelos seus instrumentos. É neste contexto, em especial no âmbito da abolição das limitações administrativas à expansão do crédito, que deve ser vista a significativa subida, em termos reais, das taxas de juro passivas em 1991. Em particular, a taxa de juro deflacionada e líquida de impostos dos depósitos a prazo a seis meses (que continuam a constituir o instrumento predominante de aplicação das poupanças das famílias), tornou-se de novo positiva em 1991, contribuindo certamente para moderar a queda da taxa de poupança das famílias.

O dinamismo do consumo privado foi acompanhado por uma significativa expansão real do consumo público, que se estima em 3.5 por cento (3.7 por cento em 1990).

No conjunto do ano, a formação bruta de capital fixo registou uma sensível desaceleração, cifrando-se a sua taxa de crescimento real em 2.8 por cento (7.0 por cento em 1990). Esta inflexão foi particularmente notória na sua componente privada, só parcialmente compensada por um acrescido dinamismo do investimento público. A moderação das expectativas de vendas, em conjugação com uma elevação do custo do capital, deverão ter constituído os factores principais da evolução referida do investimento privado. O primeiro factor liga-se às perspectivas de evolução do mercado externo e, na parte final do ano, possivelmente também do mercado doméstico, dados os sinais de abrandamento da procura interna neste período. Para a elevação do custo do capital deverá ter contribuído o aumento do custo do financiamento, bem como as dificuldades de emissão de acções. Nalguns sectores da economia é possível que a taxa de

poupança das empresas tenha caído em 1991, o que poderá ter tido um efeito importante sobre o respectivo investimento, na medida em que as empresas, na avaliação do custo do capital, imputem um menor custo aos fundos gerados internamente, ou se estiverem sujeitas a restrições de financiamento, apesar da abolição das limitações à expansão do crédito. Para o conjunto da economia, no entanto, estima-se que a taxa de poupança das empresas financeiras e não-financeiras se tenha mantido praticamente inalterada, em percentagem do PIB, em 1991.

À semelhança do investimento, também as exportações de bens e serviços averbaram uma desaceleração substancial em 1991, registando uma expansão real de 1.8 por cento, comparativamente a 12.2 por cento em 1990. Para este resultado foi determinante o fraco crescimento da procura externa, no contexto do abrandamento generalizado da actividade internacional. Adicionalmente, as exportações nacionais registaram uma pequena retracção de quotas de mercado em volume que, em termos agregados, se estima em cerca de 2 pontos percentuais, erodindo ligeiramente os substanciais ganhos verificados nos anos anteriores (o aumento acumulado desde o início da década de 1980 atinge cerca de 36 por cento). A evolução das quotas de mercado em 1991 deverá resultar em larga medida do dinamismo relativo da procura interna, cuja progressão contínua deverá ter induzido um desvio de bens exportáveis para o mercado doméstico; este resultado poderá ter sido reforçado pela redução do preço relativo dos bens exportáveis face a outros produtos no cabaz dos consumidores, designadamente bens e serviços não transaccionáveis. Neste contexto, os indícios de abrandamento da procura interna no final de 1991 e início de 1992 deverão contribuir para explicar a significativa retoma das exportações observada neste período.

A evolução das exportações foi também acompanhada pela continuação da apreciação real do escudo, aferida pelos indicadores habituais de competitividade externa. Num contexto em que a taxa de câmbio nominal do

escudo se manteve relativamente inalterada, em termos médios anuais, face ao ano anterior (apreciando cerca de 0.7 por cento em termos efectivos), a apreciação referida resultou da permanência dum elevado diferencial de inflação de preços e de salários nominais relativamente ao exterior. Por outras palavras, a política cambial manteve uma nítida orientação não-acomodatícia do diferencial de inflação entre Portugal e o exterior, na certeza de que tal acomodação, a ter lugar, se limitaria, a prazo, a arrear um elevado nível de inflação na economia nacional, com ganhos temporários ilusórios e perdas seguras a prazo. Na verdade, a apreciação real do escudo e a erosão da competitividade externa da economia nacional só podem ser travadas duradouramente pelo alinhamento do crescimento dos preços e custos nominais portugueses pelos seus valores nos nossos principais parceiros comerciais, ajustados do diferencial de variação da produtividade. Uma política rigorosa e um ambiente financeiro estável constituem importantes condições propiciadoras deste aumento de produtividade que, por sua vez, é um elemento fundamental para o processo de convergência real da economia portuguesa.

A orientação anti-inflacionista da política cambial é mais directamente visível no que se refere às importações, cujo embaratecimento relativo beneficia não só indirectamente mas também de forma imediata os consumidores nacionais. Neste contexto, as importações de bens e serviços cresceram 6.1 por cento em volume em 1991, aumentando o seu grau de penetração na economia nacional, e exercendo uma benéfica pressão descendente sobre os preços, designadamente dos bens transaccionáveis. Este efeito foi particularmente importante no caso dos bens de consumo, cujas importações continuaram a registar uma expansão notável (20.2 por cento, em volume), em associação com o dinamismo desta componente da procura interna e com o respectivo desvio para bens externos, induzido pela política cambial. No seu conjunto, o crescimento das importações denotou contudo uma substancial desaceleração relativamente ao ano an-

terior (em que a variação se cifrara em 14 por cento), em ligação com o significativo abrandamento do investimento e das exportações.

No lado da oferta nacional, o abrandamento observado em 1991 concentrou-se em larga medida na indústria, mais exposta à concorrência internacional e aos desenvolvimentos da conjuntura externa. No seu conjunto, estima-se que o valor acrescentado bruto da indústria tenha virtualmente estagnado no ano. Notam-se contudo diferenças consideráveis entre os diversos ramos, reflectindo por um lado diferentes posições cíclicas e, por outro, um processo de reestruturação do tecido industrial, inserido no contexto da integração europeia. Os serviços, por seu lado, deverão ter mantido um vigoroso ritmo de crescimento (estimado em 5.1 por cento), com destaque mais uma vez para o sector financeiro, que tem vindo a atravessar um intenso processo de desenvolvimento no decurso dos últimos anos.

O arrefecimento da economia observado em 1991 traduziu-se numa diminuição da inflação, medida pelo índice de preços no consumidor, de 13.4 por cento em 1990 para 11.4 por cento no ano em causa. Este resultado representou uma inflexão na aceleração progressiva que esta variável vinha registando desde 1988, em termos médios anuais. A desaceleração do crescimento dos preços ao longo do ano foi ainda mais notória, caindo a respectiva taxa homóloga de 13.7 por cento em Dezembro de 1990 para 9.6 por cento um ano depois. Este abrandamento concentrou-se em especial no segundo semestre, e no final do ano o diferencial de inflação em relação aos países que fazem parte do mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu cifrava-se em cerca de 5 pontos percentuais. A introdução dum novo índice de preços no consumidor, divulgado no início de 1992, conduziu a uma medição mais exacta da inflação, situando esta variável no final de 1991 cerca de um ponto percentual abaixo do valor indicado pelo índice anterior.

Os resultados obtidos no domínio dos preços, embora encorajadores, não devem fazer esquecer dois aspectos fundamentais. O pri-

meiro é que os ganhos alcançados ainda não estão consolidados, existindo pressões inflacionistas ainda não dominadas no mercado de bens e serviços (como indicia a resistência à quebra do indicador de inflação subjacente) e, em particular, no mercado de trabalho. O segundo aspecto é que a inflação permanece a um nível claramente superior à média comunitária e, mais fundamentalmente, que não garante a estabilidade financeira necessária a um crescimento económico sustentado e saudável. A necessidade de consolidar os resultados alcançados e de conseguir novos progressos exige a manutenção dum cariz firmemente anti-inflacionista do conjunto das políticas. Na combinação de políticas que se delinea para 1992, a política monetária e cambial terá um papel fundamental, à semelhança do que tem vindo a ocorrer nos últimos anos.

A persistência de pressões inflacionistas é particularmente notória no mercado de trabalho onde, em 1991, a taxa de desemprego voltou a cair, para 4.1 por cento da população activa, e os salários nominais por empregado por conta de outrem aceleraram de novo, para 17.7 por cento (15.4 por cento no sector privado), cerca de meio ponto percentual acima do ano precedente. Contrariamente ao que se verificou entre 1985 e 1988, as reduções da taxa de desemprego posteriores a 1988 têm sido acompanhadas por acelerações sucessivas dos salários nominais, indiciando que o processo de quebra das expectativas inflacionistas terá sido interrompido nessa data. A retoma deste processo, reganhando credibilidade no mercado de trabalho, é, neste momento, um elemento chave para a consolidação dos progressos alcançados em 1991 no domínio dos preços e para a prossecução do processo de desinflação com custos mínimos em termos de desemprego.

A despeito do baixo nível do desemprego, que na situação actual deverá ser de natureza meramente friccional, o emprego continuou a expandir-se fortemente em 1991 (3.0 por cento no conjunto do ano), alimentado por um significativo aumento da taxa de actividade. O aumento do emprego elevou para mais de meio

milhão o número líquido de postos de trabalho criados nos últimos cinco anos. Há indicações, no entanto, de que este valor deverá sobreestimar o aumento efectivo do factor trabalho na economia, na medida em que se estima que esteja a ocorrer uma redução gradual da duração média do trabalho, a qual parece ter-se acentuado em 1991. Neste ano, o crescimento do emprego foi particularmente acentuado no emprego por conta própria, que terá aumentado cerca de 6.8 por cento, contra 1.4 por cento no emprego por conta de outrem. Em conformidade com a evolução diferenciada da actividade nos vários sectores, a expansão do emprego concentrou-se nos serviços, enquanto na indústria o emprego total terá estagnado e o emprego por conta de outrem terá registado uma quebra.

Contra o pano de fundo de virtual plena utilização da mão-de-obra, o salário real por empregado por conta de outrem cresceu cerca de 5.6 por cento em 1991 (3.6 por cento no sector privado), mais de dois e meio pontos percentuais acima do ano anterior. Este crescimento situou-se claramente acima da variação da produtividade por assalariado, que se cifrou em apenas 1.1 por cento, apresentando uma clara desaceleração em relação à média do período 1985-1989 (2 por cento). Este abrandamento algo preocupante da produtividade por assalariado deverá, contudo, ser visto à luz da redução do horário de trabalho referida acima; embora não se disponha duma estimativa dessa redução desagregada em emprego por conta própria e por conta de outrem, a redução global sugere que o andamento da produtividade horária por assalariado poderá ser mais positivo do que o valor referido acima. Nessa hipótese, a variação do salário real por pessoa sub-estimaria igualmente o respectivo crescimento horário.

\*\*\*\*\*

A persistência dum elevado diferencial de taxas de juro nominais entre Portugal e o exte-

rior, ligado ao correspondente diferencial de inflação, em conjugação com a virtual inexistência de expectativas de desvalorização da moeda nacional entre os agentes financeiros, continuou a exercer em 1991 um forte estímulo às entradas de capitais. A fim de evitar que esta intensa procura de escudos conduzisse a uma apreciação real excessivamente rápida, o Banco de Portugal foi levado a intervir substancialmente ao longo do ano, o que criou fortes problemas ao controlo da liquidez. Para obstar a este conflito no curto prazo entre objectivos monetários e cambiais, o Banco teve de reforçar ao longo do ano as barreiras temporárias à entrada de capitais, designadamente, no início do segundo semestre, no que se refere à aquisição de títulos com taxa variável por não residentes.

A dimensão enorme do afluxo de capitais é patente se se atentar que, segundo dados preliminares, as entradas líquidas de capitais autónomos atingiram em 1991 cerca de 11.6 por cento do PIB. Deste montante, aproximadamente 8.5 por cento do PIB terão consistido em capitais flutuantes, de natureza particularmente volátil; a aquisição de títulos por não residentes, incluída nesta rubrica, representou por si só 4 por cento do PIB, apesar da significativa quebra registada após a introdução das barreiras. A parcela remanescente (não flutuante) foi constituída por capitais autónomos estáveis, onde se destaca o investimento directo estrangeiro, que atingiu 2.7 por cento do PIB, segundo dados preliminares (sendo provável que os dados definitivos conduzam a um valor mais elevado). Este valor é, por si só, largamente superior ao défice da balança de transacções correntes, que se situou em cerca de 1 por cento do PIB, atestando claramente a inexistência de qualquer dificuldade de financiamento deste défice. Na verdade, na folgada situação cambial actual, importa que a política cambial continue a procurar desviar as pressões inflacionistas para o exterior, aceitando um défice corrente maior em troca de menos inflação e mais capacidade produtiva.

No conjunto de 1991, as intervenções intensas do Banco de Portugal no mercado cambial

conduziram à acumulação de reservas oficiais líquidas num montante equivalente a 8.7 por cento do PIB. Em resultado das sucessivas acumulações ao longo dos últimos anos, o saldo das reservas oficiais líquidas no final de 1991 totalizava mais de 35 por cento do PIB, valor muito superior ao de qualquer outro país da Comunidade Europeia, cuja média simples se situa aquém de 10 por cento, e bem ilustrativo da dimensão que o problema do afluxo de capitais tem revestido, em termos relativos, em Portugal. A acumulação verificada em 1991 não foi uniforme ao longo do ano. No primeiro trimestre, a liquidação antecipada de dívida externa organizada permitiu contrabalançar as entradas autónomas, e as reservas cambiais permaneceram virtualmente inalteradas. Este meio esgotou-se contudo no final dos primeiros meses do ano, e no segundo trimestre o surto de capitais flutuantes, com destaque para a compra de títulos nacionais por não residentes, determinou uma volumosa acumulação de reservas oficiais. Este facto levou à imposição dos entraves referidos às operações sobre títulos, mas a forte acumulação de reservas prosseguiu no terceiro trimestre, alimentada por outros capitais flutuantes e pelo excedente sazonal da balança corrente. No quarto trimestre, por fim, as entradas de capitais flutuantes reduziram-se significativamente e o ritmo de acumulação de reservas cambiais abrandou.

Nestas condições, a tarefa fundamental da política monetária ao longo do ano consistiu em proceder à esterilização da criação externa de liquidez. A comparação entre o aumento da base monetária em 1991 (menos de 450 milhões de contos) e o das suas contrapartidas externas (superior a 700 milhões de contos) ilustra a dimensão desta tarefa, sem esclarecer, no entanto, o seu grau de efectividade. A manutenção dum significativo diferencial de taxas de juro em relação ao exterior e, em particular, entre o mercado interno e externo do escudo, sugere contudo que a política monetária terá conseguido manter algum grau de autonomia no conjunto do ano.

A execução da política monetária em 1991 foi também decisivamente assinalada pela alteração do sistema de controle monetário, que passou a processar-se pela intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário, abandonando-se a imposição de restrições administradas ao crescimento do crédito bancário que vigorava desde finais da década de 1970. A mudança de sistema foi acompanhada por algumas naturais dificuldades de transição, que foram superadas pela progressiva adaptação dos bancos aos novos procedimentos e o gradual aperfeiçoamento destes por parte do Banco de Portugal. Em termos de balanço, a mudança foi indubitavelmente bem sucedida e o novo sistema veio permitir a adopção duma política monetária mais flexível e contínua, ilustrada pelos sinais dados pelo Banco ao longo do ano nas suas taxas de intervenção, ao mesmo tempo que veio dar mais espaço ao mercado, visando ganhos de eficiência do sector financeiro.

Na realidade, a abolição das recomendações à expansão do crédito, conjugada com a elevação, em Fevereiro, da remuneração das disponibilidades mínimas de caixa, deu um contributo muito importante para o reforço da concorrência no sistema bancário. Nestas condições, a margem de juros bancária estreitou-se em 1991, verificando-se um declínio das taxas de juro activas ao longo do ano, designadamente no caso dos melhores clientes, enquanto as principais taxas passivas, com destaque para a taxa dos depósitos a prazo a seis meses, apresentaram uma tendência crescente.

O acrescido grau de eficiência do sistema bancário reflectiu-se igualmente na substancial expansão da sua actividade, ao induzir uma maior intermediação financeira e, em particular, uma importância acrescida da banca no financiamento da economia. Este fenómeno traduziu-se num crescimento relativamente forte dos principais agregados monetários e de crédito bancário, sem que os agregados de financiamento lato da economia e a carteira global de aplicações dos agentes

não financeiros registassem um alargamento tão acentuado. Adicionalmente, não é de excluir que as medidas liberalizadoras tenham também induzido algum acréscimo de transparência dos registos contabilísticos dos bancos, ampliando a sua variação observada.

Neste contexto, o agregado de liquidez  $L^-$  (activos líquidos na posse dos residentes não financeiros) cresceu cerca de 15 por cento ao longo de 1991 (ficando uma parte substancial deste crescimento a dever-se às contrapartidas externas) e, em particular, os depósitos bancários expandiram-se 21.7 por cento. No mesmo período, o crédito bancário interno cresceu 16.6 por cento, e a sua componente crédito a empresas e particulares aumentou cerca de 23 por cento. Em contrapartida, as empresas diminuíram drasticamente em 1991 o seu recurso ao mercado de capitais, e os particulares terão reduzido significativamente a parcela da variação da sua carteira aplicada em acções, obrigações e títulos afins. Neste último aspecto, assinala-se que o ajustamento da composição da carteira não se repercutiu apenas em depósitos bancários mas também em unidades de participação em fundos de investimento, cujo papel na canalização de poupanças se intensificou sensivelmente em 1991.

Deste modo, a expansão dos agregados monetários e de liquidez e do crédito bancário em 1991 enquadra-se num processo de re-intermediação bancária induzido em larga medida pela desregulamentação do sector. Nestas circunstâncias, e face às indicações de aperto das condições monetárias dadas pelas taxas de juro e de câmbio, o Banco de Portugal considerou aceitável o desvio transitório de aproximadamente 3 pontos percentuais registado no crescimento da liquidez de residentes não financeiros (agregado  $L^-$ ) em relação à orientação quantitativa definida no início do ano. Para 1992, o Banco anunciou uma meta quantitativa de 12 por cento para o crescimento da liquidez no final do ano, que deverá ser aproximada segundo uma trajectória de abrandamento regular ao longo do ano, levando em consideração os outros indicadores da política

e a evolução do seu objectivo final, a redução da inflação.

\*\*\*\*\*

Os resultados satisfatórios alcançados pela economia portuguesa em 1991 em termos de convergência real e nominal não devem fazer esquecer os riscos e incertezas quanto ao futuro mais ou menos próximo. O abrandamento económico registado em 1991 não poderá pôr em causa a orientação anti-inflacionista do conjunto das políticas, porque o processo de desinflação não está ainda consolidado e a sua continuação permanece imperiosa. O agravamento da situação de tensão no mercado de trabalho em 1991 e as indicações de persistência de expectativas inflacionistas neste mercado, requerem em particular sinais claros do conjunto das políticas que tornem credível e permitam sustentar a continuação da desinflação. A adesão ao mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, em Abril de 1992, insere-se neste contexto, procurando consolidar os recentes ganhos anti-inflacionistas e constituindo um passo inequívoco no empenhamento nacional no processo de construção dum espaço económico europeu economicamente robusto e financeiramente estável. Na verdade, novos progressos são necessários no domínio da desinflação, uma vez que o actual ritmo de crescimento dos preços não garante a estabilidade financeira necessária a um crescimento económico sustentado. Retrocessos neste domínio tornarão muito mais problemática a participação plena de Portugal na União Económica e Monetária e nos benefícios dela decorrentes. Mais genericamente, a persistência dum elevado nível de inflação continuará a influenciar adversamente a eficiente afectação de recursos na economia nacional, dificultando a sua necessária reestruturação, gerando desperdícios e, a prazo, prejudicando a ascensão do nível de vida nacional para padrões semelhantes aos da Europa comunitária.

Quadro I.1

## PORTUGAL: PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 1986-1991

	Unidades	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Produto interno bruto, PIB	tv em %	4.1	5.1	4.0	5.5	4.2	2.5
Procura interna total	tv em %	7.3	9.8	8.4	3.4	5.5	4.2
Consumo privado	tv em %	5.5	5.1	6.8	2.8	5.0	5.2
Consumo público	tv em %	7.3	4.4	5.4	3.1	3.7	3.5
Formação bruta de capital fixo	tv em %	10.9	15.1	15.2	6.0	7.0	2.8
Exportações de bens e serviços	tv em %	7.6	10.7	7.2	16.5	12.2	1.8
Importações de bens e serviços	tv em %	17.8	23.7	18.1	8.7	14.0	6.1
Rendimento disponível das famílias, RD	tv em % <sup>(a)</sup>	1.1	3.6	3.9	2.9	3.1	3.9
Taxa de poupança	em % do PIB	26.2	28.3	27.1	28.8	28.3	26.4
Sector privado <sup>(b)</sup>	em % do PIB	26.7	29.2	26.9	26.5	28.1	27.0
Famílias	em % do PIB	22.7	21.3	19.1	18.7	17.1	16.2
Empresas	em % do RD	25.6	24.5	22.4	22.5	21.1	20.1
Sector público	em % do PIB	-0.5	-0.9	0.2	2.3	0.3	-0.6
Taxa de inflação (IPC)	média anual, %	11.7	9.4	9.7	12.6	13.4	11.4
	Dez./Dez., %	10.6	8.9	11.6	11.6	13.7	9.6
Taxa de inflação subjacente	média anual, %	15.2	10.2	9.7	12.6	13.2	12.7
Taxa de inflação de transaccionáveis	média anual, %	11.6	9.9	9.5	12.6	9.0	8.1
Taxa de inflação de não-transaccionáveis	média anual, %	12.2	8.5	9.9	12.6	19.1	15.2
Taxa de desemprego (em sentido restrito)	em %	8.4	7.1	5.7	5.0	4.7	4.1
Emprego total	tv em %	0.2	2.6	2.6	2.2	2.3	3.0
Emprego por conta de outrem	tv em %	1.6	2.2	4.3	3.5	2.9	1.4
Salários nominais <sup>(c)</sup>	tv em %	18.2	16.2	9.8	12.6	17.3	17.7
Salários reais <sup>(a)</sup>	tv em %	3.7	5.4	0.1	-0.4	3.4	5.6
Produtividade por empregado	tv em %	3.8	2.5	1.4	3.3	1.9	-0.5
Produtividade por empregado por conta de outrem	tv em %	2.5	2.8	-0.2	2.0	1.2	1.1
Custos unitários do trabalho, total da economia	tv em %	13.8	13.4	8.3	9.0	15.2	18.3
Balança de transacções correntes	em % do PIB	3.9	1.2	-2.4	0.4	-0.3	-1.0
	mil milhões USD	1.2	0.4	-1.1	0.1	-0.2	-0.8
Balança comercial	em % do PIB	-5.9	-9.7	-13.2	-10.7	-11.3	-11.3
Balança de invisíveis correntes	em % do PIB	9.6	11.0	10.8	11.1	11.0	10.3
Balança de operações de capitais	em % do PIB	-4.0	3.9	4.8	9.6	6.4	9.7
Capitais autónomos	em % do PIB	1.2	3.6	5.6	10.4	8.2	11.6
Investimento directo estrangeiro	em % do PIB	0.5	0.9	1.6	3.3	3.8	2.7
Termos de troca (comércio de bens e serviços)	tv em %	11.2	1.0	0.4	0.1	-1.0	-0.3
Taxa de câmbio real efectiva <sup>(d)</sup>	tv em %	1.3	-0.7	0.8	4.1	4.7	6.1
Reservas oficiais líquidas (Dezembro) <sup>(e)</sup>	mil milhões USD	8.5	12.4	11.7	16.2	20.5	26.1
Défice do Sector Público Administrativo (SPA) <sup>(f)</sup>	em % do PIB	8.8	9.1	7.1	4.3	6.5	6.8
Necessidades de financiamento do SPA	em % do PIB	10.3	10.1	9.3	5.9	6.1	5.7
Dívida pública directa bruta (Dezembro)	em % do PIB	68.2	71.5	74.2	70.8	68.2	68.3
Agregados monetários e de liquidez <sup>(g)</sup>							
L	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	19.1	15.2	10.3	15.8	15.2
M <sub>2</sub> <sup>-</sup> sem acordos de recompra de BT	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	14.9	13.5	13.9	13.4	20.1
M <sub>1</sub> <sup>-</sup>	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	18.9	15.2	14.0	13.0	9.7
Agregados de crédito interno <sup>(h)</sup>							
Crédito interno total	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	14.0	14.8	4.3	10.8	16.6
Crédito a empresas e particulares	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	8.3	11.7	5.8	15.1	23.0
Crédito líquido ao sector público	tv em %, Dez./Dez.	n.d.	25.7	20.2	1.9	3.4	4.3
Taxas de juro							
Depósitos a prazo, 181 dias-1 ano <sup>(i)</sup>	em %, Dez.	15.5	14.0	13.0	13.0	14.5	15.2
Carteira comercial, 91-180 dias <sup>(j)</sup>	em %, Dez.	18.0	18.5	n.d.	n.d.	25.1	24.7
Empréstimos e outros créditos, 91-180 dias <sup>(j)</sup>	em %, Dez.	18.0	18.5	n.d.	n.d.	22.1	20.9
Bilhetes do Tesouro, 91 dias (mercado primário) <sup>(k)</sup>	em %, Dez.	13.7	14.0	12.5	17.2	17.2	17.8
Por memória							
PIB CE	tv em %	2.7	2.9	4.0	3.3	2.8	1.3
Taxa de inflação (IPC) CE	média anual, %	3.2	3.4	3.6	5.1	5.7	5.0

(a) Utilizou-se o deflacionador do consumo privado das Contas Nacionais.

(b) Poupança agregada de todos os agentes económicos excepto o Sector Público Administrativo.

(c) Valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições para a Segurança Social.

(d) Com base no Índice de Preços no Consumidor. Uma subida indica uma apreciação real do escudo.

(e) Com o ouro ao preço de mercado.

(f) Incluindo operações com activos financeiros.

(g) Até 1989, médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques em carteira das OIM. A partir de 1990, inclusive, médias mensais de valores diários.

(h) Médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques em carteira das OIM.

(i) Antes de impostos. Até 1989, limite mínimo.

(j) Até 1987, limite máximo. A partir de 1990 inclusive, empresas privadas não financeiras.

(k) Até 1988 isenta de impostos. A partir de 1989, inclusive, sujeita a IRS ou IRC.

tv - Taxa de variação

tv - Taxa de variação real

## CAPÍTULO II

### ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

A conjuntura internacional em 1991 foi dominada pelo abrandamento da actividade económica mundial, que começara no ano anterior, após o ciclo de expansão iniciado no princípio da década de 80. A quebra da actividade em 1991 foi mais pronunciada do que o previsto inicialmente, obrigando a uma revisão da generalidade das estimativas, em meados do ano, no sentido da baixa. A recuperação económica que tardava em aparecer, sobretudo nos países em recessão, provou *a posteriori* que o cenário inicial era demasiado optimista.

A evolução das principais economias industrializadas, ao longo de 1991, foi bastante diferenciada. Os EUA e o Reino Unido, em clima de clara recessão, registaram um ponto baixo da actividade económica na primeira metade do ano, seguido de alguns indícios de melhoria no terceiro trimestre de 1991. Estes sinais não se mantiveram, contudo, na parte final do ano, e, no início de 1992 não estava ainda firmemente estabelecida uma recuperação. A Alemanha e o Japão, que tinham mantido um forte dinamismo da actividade económica no primeiro semestre, entraram em processo de desaceleração para níveis de crescimento mais sustentáveis a partir do Verão. A generalidade das restantes economias da OCDE conheceu uma fase de abrandamento económico, com realce para a França e Itália.

As transformações ocorridas na Europa Central e de Leste estão necessariamente a provocar uma quebra temporária, mas substancial, no produto desses países. As dificul-

dades de implantação de reformas estruturais, nomeadamente na área das privatizações, aliadas a fortes quebras do comércio estão a ter efeitos nefastos na zona. O declínio do comércio entre a ex-URSS e os restantes países da Europa Central e de Leste criou fortes pressões para uma maior diversificação geográfica do comércio destes países, com destaque para os mercados da OCDE. As economias asiáticas mais dinâmicas continuaram a registar, em 1991, elevadas taxas de crescimento económico. Políticas de sustentação da procura interna contrabalançaram o efeito do abrandamento da procura na área da OCDE. O crescimento económico foi igualmente significativo em vários países da América Latina, na sequência de diversos ajustamentos das políticas macroeconómicas, o que se veio a reflectir nas relações destes países com a economia norte-americana.

O comércio internacional desacelerou fortemente em 1991, condicionado pelo clima económico menos favorável. O prosseguimento das negociações comerciais, no âmbito do *Uruguay Round*, não registou progressos significativos até princípios de 1992, não estando ainda assegurado o sucesso do *Round*. Um acordo nesta área, tendente à eliminação de medidas proteccionistas, poderia dar um contributo importante para o crescimento da actividade económica na OCDE, proporcionando ganhos de eficiência.

As previsões apontam, de momento, para uma recuperação gradual da actividade económica em 1992 e 93. A retoma da procura nas

Quadro II.1  
CONTAS NACIONAIS

Taxas de crescimento (em percentagem)

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
<b>Consumo privado</b>			
OCDE .....	2.9	2.4	1.3
EUA .....	1.9	0.9	0.3
Japão .....	4.4	4.0	2.9
CE .....	3.2	3.0	1.7
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	1.7	4.7	2.3
França .....	3.2	3.1	1.5
Itália .....	3.6	2.7	2.6
Reino Unido .....	3.5	1.0	-0.7
Espanha .....	5.5	3.7	2.9
Portugal .....	3.0	5.0	5.2
<b>Consumo público</b>			
OCDE .....	1.6	2.4	n.d.
EUA .....	2.3	2.8	0.7
Japão .....	2.1	1.4	2.1
CE .....	1.4	2.3	1.6
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	-1.7	2.1	0.1
França .....	0.2	3.1	2.5
Itália .....	0.8	1.0	1.2
Reino Unido .....	0.9	2.8	2.8
Espanha .....	7.6	4.4	4.1
Portugal .....	3.1	3.7	3.5
<b>FBCF</b>			
OCDE .....	5.4	3.3	n.d.
EUA .....	1.6	-0.1	-4.7
Japão .....	8.9	10.9	4.0
CE .....	6.7	4.1	-0.4
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	7.0	8.8	7.7
França .....	7.5	3.8	-0.4
Itália .....	4.5	3.0	-0.2
Reino Unido .....	6.8	-2.4	-10.7
Espanha .....	13.7	6.8	2.0
Portugal .....	6.0	7.0	2.8
<b>Exportações</b>			
OCDE .....	10.2	7.3	n.d.
EUA .....	11.0	6.4	3.9
Japão .....	15.0	10.9	5.3
CE .....	7.7	6.3	5.4
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	11.4	9.9	12.4
França .....	10.3	5.2	2.9
Itália .....	9.9	7.5	2.5
Reino Unido .....	4.2	4.8	1.3
Espanha .....	2.9	4.2	6.5
Portugal .....	16.5	12.2	1.8
<b>Importações</b>			
OCDE .....	10.3	6.0	n.d.
EUA .....	6.0	2.8	1.2
Japão .....	22.1	11.9	-1.6
CE .....	8.9	6.3	4.6
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	8.4	11.9	13.3
França .....	8.2	6.4	2.9
Itália .....	8.8	6.7	3.9
Reino Unido .....	7.4	1.3	-3.0
Espanha .....	17.0	8.1	7.8
Portugal .....	8.7	14.0	6.1
<b>PIB/PNB</b>			
OCDE .....	3.3	2.6	1.1
EUA .....	2.5	1.0	-0.5
Japão .....	4.7	5.6	4.5
CE .....	3.3	2.8	1.3
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	3.8	4.5	3.2
França .....	3.9	2.8	1.4
Itália .....	3.0	2.0	1.0
Reino Unido .....	2.3	0.8	-1.9
Espanha .....	4.8	3.7	2.5
Portugal .....	5.6	4.2	2.5

Fonte: OCDE, CE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Alemanha Ocidental.

economias em recessão deverá ocorrer à medida que os agentes económicos recuperarem a confiança e melhorarem a situação de endividamento excessivo que adquiriram durante os anos 80. A Alemanha e o Japão deverão atingir crescimentos mais moderados nos próximos anos. O processo de convergência económica, em curso nos países da CE, poderá conhecer algumas dificuldades, já que o menor crescimento económico complica as tarefas de consolidação orçamental e pode criar condições menos favoráveis à convergência real das várias economias.

A actividade económica na zona da OCDE (segundo dados desta fonte) registou, em 1991, um crescimento de cerca de 1 por cento (2.6 por cento em 1990), denotando a fase de abrandamento iniciada no ano anterior (ver quadro 1). O menor dinamismo económico foi igualmente evidente nos países da Comunidade Europeia, cujo crescimento médio do produto foi de 1.3 por cento (2.8 por cento em 1990) excluindo o território da antiga Alemanha de Leste e de 0.8 por cento incluindo este território. O investimento, que desde 1986 vinha registando uma forte expansão na perspectiva da realização do mercado interno, apresentou em 1991 uma quebra real de 0.4 por cento.

Contudo, os países da CE apresentaram, em 1991, um padrão de abrandamento económico algo diferenciado. A Alemanha Ocidental, apesar de ter mantido uma taxa de crescimento claramente acima da média comunitária, registou algum abrandamento em 1991, notório a partir de meados do ano. No primeiro semestre, a economia alemã continuou a beneficiar dos efeitos da unificação – forte procura interna com destaque para o investimento e aumento das exportações que, numa óptica de contas nacionais, incluem as vendas à Alemanha de Leste. Contrariamente, na segunda metade do ano, o produto registou uma quebra, em termos reais, face aos níveis atingidos na primeira metade. Fez-se sentir o efeito combinado da situação internacional desfavorável e de algum abrandamento do estímulo da unificação, podendo ter sido

ampliado pelos esforços de consolidação orçamental ocorridos em 1991. O Reino Unido registou uma clara recessão em 1991, particularmente severa na primeira metade do ano, tendo a quebra real do PIB sido de quase 2 por cento. O consumo privado e, em particular, o investimento caíram significativamente (0.7 e 10.7 por cento, respectivamente), em resposta a factores de ordem externa, nomeadamente ao clima de quebra de confiança gerado pela crise do Golfo, e de ordem interna, como sejam os desequilíbrios financeiros acumulados pelos agentes económicos ao longo dos anos anteriores. A actividade económica desacelerou significativamente na França (para 1.4 por cento) e na Itália (para 1 por cento), registando-se, em ambos os casos, quebras da FBCF (0.4 e 0.2 por cento, respectivamente). Do conjunto das economias menos desenvolvidas da CE apenas Portugal e Espanha terão conseguido manter, em 1991, um ritmo de crescimento superior à média comunitária.

O menor crescimento económico, em 1991, reflectiu-se num aumento do desemprego na CE para uma taxa de 8.9 por cento (ver quadro 2), com o maior agravamento a registar-se no Reino Unido. Na Alemanha Ocidental a taxa de desemprego caiu em termos médios

anuais, mas apresentou uma ligeira inflexão ascendente na segunda metade do ano, em ligação com a evolução da actividade. A Espanha e a Itália registaram igualmente descidas das taxas médias de desemprego, se bem que em menor escala. Apesar da situação de maior desemprego no conjunto da CE as pressões salariais apenas se atenuaram moderadamente, o que, face à desaceleração cíclica da produtividade, resultou num aumento, em cerca de 6 por cento, dos custos unitários do trabalho. A maior flexibilidade que os mercados de trabalho têm evidenciado nos países da CE parece, assim, ser ainda insuficiente para evitar maiores aumentos de desemprego.

Nos EUA o PNB caiu 0.5 por cento, em termos reais, durante 1991, induzindo uma elevação da taxa de desemprego para 6.7 por cento. A situação económica, claramente desfavorável na parte inicial do ano, viria a reflectir alguma melhoria da confiança dos consumidores e empresários com o fim da Guerra do Golfo (se bem que inferior à inicialmente prevista). Alguma recuperação da procura interna, sustentada pela menor restritividade da política monetária, levou a que o produto registasse uma variação positiva no terceiro trimestre do ano. Contudo, o crescimento da procura final não se terá reflectido totalmente na produção e no emprego, pois as empresas procederam a reduções de *stocks* e as importações ressurgiram na segunda metade de 1991. Na parte final do ano, o comportamento menos positivo da economia veio contrariar as expectativas de recuperação criadas no terceiro trimestre.

A economia japonesa atingiu, em 1991, um apreciável crescimento de 4.5 por cento, concentrado sobretudo na primeira metade do ano, já que o crescimento do PNB no segundo semestre não deverá ter atingido 1 por cento, em termos anualizados. A desaceleração do investimento, sobretudo no sector da construção, foi compensada pelo dinamismo das exportações líquidas. O mercado de trabalho continuou em situação de alguma tensão, com a taxa de desemprego a manter-se num nível muito baixo (2.1 por cento).

Quadro II.2

### TAXAS MÉDIAS DE DESEMPREGO

Em percentagem

	1989	1990	1991
OCDE .....	6.4	6.3	7.1
EUA .....	5.3	5.5	6.7
Japão .....	2.3	2.1	2.1
CE .....	9.0	8.4	8.9
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	5.6	4.9	4.3
França .....	9.4	8.9	9.4
Itália .....	12.1	11.2	10.9
Reino Unido .....	6.3	5.9	8.0
Espanha .....	17.3	16.3	15.9
Grécia .....	7.5	7.2	8.6
Portugal .....	5.0	4.7	4.1

Fonte: OCDE e INE.

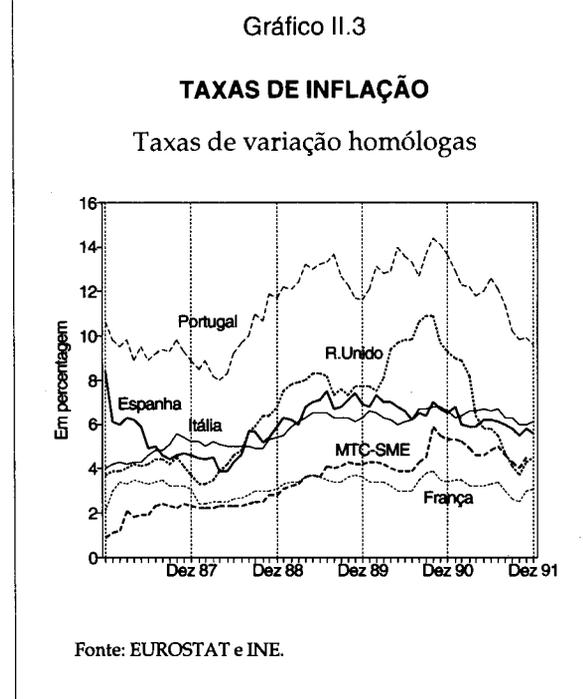
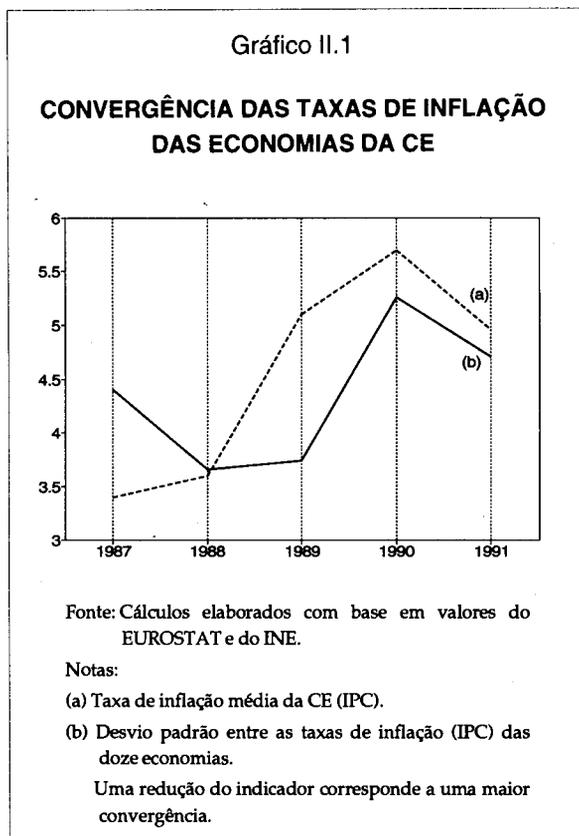
Nota:

(a) Alemanha Ocidental.

Na generalidade das economias da OCDE a inflação manteve-se a níveis moderados durante 1991. A evolução favorável dos preços internacionais das matérias-primas, num contexto de menor procura, e a redução dos preços do petróleo, que retomaram os níveis anteriores a Agosto de 1990, deram um contributo positivo na maioria dos países para essa moderação.

A convergência dos países da CE, em termos de inflação (ver gráfico 3), melhorou, de algum modo, em 1991 após a deterioração verificada em 1990. A dispersão entre as taxas de inflação dos Doze reduziu-se, mas a inflação média da CE – medida pelo IPC – manteve-se a um nível elevado, cerca de 5 por cento (5.7 por cento em 1990), num período de abrandamento económico.

Dentro da CE verificou-se uma evolução diferenciada entre, por um lado, a Alemanha e os Países Baixos que registaram aumentos da inflação média em 1991 e um padrão de alguma aceleração ao longo do ano e, por outro lado, as restantes economias que apresentaram uma redução do crescimento médio dos



preços e, dum modo geral, um abrandamento intra-anual (ver quadro 3 e gráficos 1 e 2). A subida da inflação observada na Alemanha Ocidental que, no final de 1991, atingia taxas superiores a 4 por cento, está associada, por um lado, ao aumento dos impostos indirectos (para ajudar a financiar as transferências para

Quadro II. 3

**TAXAS DE INFLAÇÃO (IPC)**

Taxas de variação em relação ao período anterior

Em percentagem

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
EUA .....	4.8	5.4	4.2
Japão .....	2.3	3.1	3.3
CE .....	5.1	5.7	5.0
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	2.8	2.7	3.5
França .....	3.7	3.2	3.0
Itália .....	6.2	6.5	6.4
Reino Unido .....	7.8	9.4	5.9
Espanha .....	6.8	6.7	6.0
Grécia .....	13.8	20.4	19.5
Portugal <sup>(b)</sup> .....	12.6	13.4	11.4

Fonte: EUROSTAT e INE.

Notas:

(a) Alemanha Ocidental.

(b) IPC anual sem rendas de casa.

a Alemanha de Leste) e, por outro lado, à pressão dos salários. Os aumentos salariais ocorridos em 1991 reflectiram-se num aumento dos custos unitários do factor trabalho entre 5 e 6 por cento, num contexto de abrandamento económico e aumento dos níveis de emprego. As negociações salariais de 1992, já ocorridas, apontam para crescimentos superiores a 6 por cento, o que cria um risco potencial de inflação pelos custos. As tentativas dos trabalhadores de compensarem a maior carga fiscal com maiores aumentos dos ganhos retiraram margem para abrandamentos futuros da política monetária alemã. Nos Países Baixos foram igualmente aumentos salariais e de impostos que estiveram na origem de uma inflação média de 3.9 por cento (2.5 por cento em 1990). A tendência de alguns países para se apoiarem num crescimento dos impostos indirectos para correcção dos défices orçamentais não deixou de se reflectir na evolução dos preços em 1991. O Reino Unido registou uma marcada redução da inflação durante 1991. A redução do crescimento do IPC para 5.9 por

cento, quando havia atingido 9.4 por cento em 1990 (com um pico de 11 por cento em Outubro), se bem que notória, poderá estar distorcida pelas recentes alterações nos impostos indirectos, para além de que parte dessa melhoria se deve à descida das taxas de crédito hipotecário (segundo estimativas para o mês de Outubro este factor explicava quase metade da melhoria). Contudo, mesmo excluindo os pagamentos dos créditos hipotecários, a inflação apresenta uma clara descida, se bem que menos acentuada. A situação recessiva da economia, caracterizada por uma fraca procura final e elevado desemprego, está na origem desta melhoria. A França foi outro dos países da CE a atingir um bom resultado em termos de inflação, 3 por cento em média em 1991, apenas superior à inflação média na Dinamarca (2.4 por cento).

O ritmo de crescimento dos preços nos EUA reduziu-se em 1991 para 4.2 por cento (5.4 por cento no ano anterior), influenciado, na parte inicial do ano, pela queda dos preços mundiais do petróleo, mas com tendência de desaceleração ao longo de todo o período (ver gráfico 1). A inflação subjacente, acompanhando a fraca actividade económica, desceu para 4.5 por cento em Setembro (taxa média dos últimos doze meses), que compara com 5 por cento em 1990.

No Japão, a inflação média foi de 3.3 por cento, ligeiramente superior ao ano anterior. O IPC, excluindo alimentação e energia, após um pico de 3 por cento no primeiro trimestre de 1991, registou uma desaceleração nos meses seguintes, retomando um crescimento da ordem dos 2.5 por cento. As pressões inflacionistas parecem ter-se atenuado na segunda metade do ano, apesar da continuada situação de tensão no mercado de trabalho.

O abrandamento futuro dos actuais níveis de inflação poderá beneficiar da estabilidade dos preços nos mercados de matérias-primas e da situação dos mercados de trabalho, que deverá contribuir para uma desaceleração do crescimento salarial na generalidade das economias da OCDE. A actual fase de fraco crescimento da procura agregada exige políticas

**SALDOS DA BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES**

Em percentagem do PIB

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
OCDE .....	-0.6	-0.6	-0.1
EUA .....	-2.0	-1.7	-0.1
Japão .....	2.0	1.2	2.1
CE .....	0.1	-0.1	-0.9
Alemanha <sup>(a)</sup> .....	4.8	3.2	-1.3
França .....	-0.6	-1.1	-0.7
Itália .....	-1.2	-1.3	-1.4
Reino Unido .....	-3.9	-2.5	-1.1
Espanha .....	-2.9	-3.4	-3.2
Grécia .....	-4.7	-5.4	-2.4
Portugal .....	0.4	-0.3	-1.0

Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Alemanha Ocidental.

macroeconómicas prudentes, que não deverão quebrar os compromissos de estabilidade dos preços.

Em 1991, a evolução das contas externas das principais economias da OCDE foi influenciada por factores de carácter transitório, nomeadamente as transferências relacionadas com a Guerra do Golfo. O volume de comércio mundial em 1991 não deixou de reflectir a fase de pronunciado abrandamento económico, devendo ter-se quedado por um crescimento de cerca de 3 por cento (5.2 por cento em 1990).

A deterioração da posição externa da CE, iniciada em 1986, agravou-se em 1991 (ver quadro 4) – no período, a conta corrente passou de um excedente de 1.4 por cento do PIB para um défice de cerca de 1 por cento. No ano passado, no entanto, a deterioração ficou a dever-se essencialmente ao desaparecimento do excedente da balança de transacções correntes alemã, dado que as restantes economias, no seu conjunto, registaram alguma melhoria das contas externas.

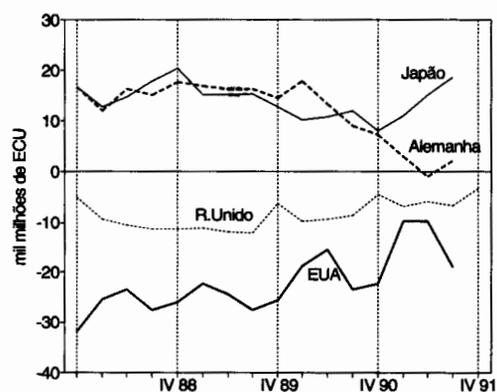
A situação externa da economia alemã continuou a ser condicionada em 1991, tal como em 1990, pelo processo de unificação económica.

ca. O desvio de exportações para o mercado interno e um forte aumento das importações, para fazer face ao desequilíbrio significativo entre a procura e a oferta internas na Alemanha de Leste, reflectiram-se numa forte quebra do saldo comercial (ver gráfico 4), sobretudo na primeira metade de 1991. Os parceiros comunitários foram os principais beneficiários da integração da Alemanha de Leste no mercado mundial. Especialmente a Espanha, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca e França registaram crescimentos significativos das exportações para a Alemanha. O desaparecimento do excedente da balança de transacções correntes alemã em 1991 deve ser igualmente relacionado com as transferências unilaterais para os EUA, como ajudas ao financiamento da Guerra do Golfo, e por transferências crescentes para os países da Europa de Leste.

Nos EUA, o défice da balança de transacções correntes reduziu-se para 0.1 por cento do produto em 1991. Tal reflecte não só o efeito das transferências oficiais, recebidas em contrapartida das despesas com a Guerra do Golfo, mas também uma melhoria do défice comercial, sobretudo na primeira metade do ano. Nesse período, a evolução favorável dos

Gráfico II.4

**SALDOS DA BALANÇA COMERCIAL**



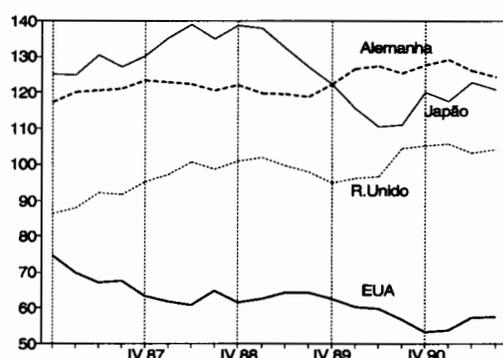
Fonte: EUROSTAT.

Nota: Alemanha – refere-se à Alemanha unificada desde Outubro de 1990.

Gráfico II.5

**CUSTOS DE TRABALHO POR UNIDADE  
PRODUZIDA (CTUP - RELATIVOS)**

Índice base 1985=100



Fonte: FMI.

Nota: Uma redução do índice corresponde a uma melhoria da competitividade-preço.

termos de troca foi acompanhada por uma quebra, em volume, das importações, resultante do fraco nível da actividade económica, e por um apreciável crescimento das exportações. A situação competitiva dos exportadores americanos, que se manteve relativamente favorável em 1991 (ver gráfico 5), reflectiu-se em ganhos apreciáveis de quotas de mercado (estimados em 3.5 por cento para 1991).

O saldo positivo das contas externas do Japão acentuou-se em 1991, atingindo 2.1 por cento do PIB, reflectindo uma quebra das importações. O processo de redução gradual do excedente nipónico, que vinha ocorrendo desde 1986, foi assim interrompido, suscitando preocupações nalguns meios (nomeadamente norte-americanos), quanto ao ressurgimento de desajustamentos internacionais.

As necessidades de financiamento da administração pública na zona da OCDE registaram, em 1991, um agravamento de cerca de 0.5 por cento do PIB (ver quadro 5). Este agravamento é explicado, em larga medida, pelo contexto de menor crescimento económico. De facto, considerando a evolução dos saldos orçamentais corrigidos do impacto do ciclo eco-

Quadro II. 5

**NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DA  
ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**

Défice (-) ou excedente (+)

Em percentagem do PIB

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1991P(d)	
				Variação Verificada	Variação Corrigida <sup>(e)</sup>
OCDE <sup>(a)(b)</sup>	-1.1	-1.8	-2.3	-0.5	0.0
EUA <sup>(b)</sup>	-1.7	-2.4	-2.7	-0.3	0.1
Japão <sup>(b)</sup>	2.4	2.7	2.3	-0.5	-0.5
CE	-2.9	-4.1	-4.4	-0.4	0.3
Alemanha <sup>(c)</sup>	0.2	-1.9	-3.6	-1.7	-1.9
França	-1.2	-1.7	-1.5	0.1	0.7
Itália	-10.1	-10.7	-9.9	0.7	1.3
Reino Unido	1.2	-0.7	-1.9	-1.3	1.2
Espanha	-2.7	-4.0	-3.9	0.1	0.6
Grécia	-18.3	-20.4	-17.9	2.5	2.7
Portugal	-5.9	-5.9	-5.8	0.1	n.d.

Fonte: OCDE, CE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Total para 18 economias da OCDE.

(b) Saldo orçamental.

(c) Alemanha Ocidental até 1990, Alemanha unificada em 1991.

(d) Um sinal positivo indica uma redução do défice (ou aumento do excedente), um sinal negativo indica um aumento do défice (ou redução do excedente). A variação verificada poderá não corresponder exactamente à diferença entre o valor de 1991 e de 1990 por questões de arredondamento.

(e) Corresponde à variação das necessidades de financiamento ajustadas do impacto da actividade económica, que é medida com referência a uma tendência de crescimento do PIB de médio prazo.

nómico, que podem ser tomados como *proxy* do cariz da política orçamental discricionária, poder-se-á concluir que a orientação geral das políticas nos países da OCDE foi, regra geral, neutra.

Na Comunidade Europeia verificou-se um agravamento das necessidades de financiamento públicas de 4.1 para 4.4 por cento do PIB, que resultou basicamente do alargamento do défice na Alemanha e no Reino Unido. O abrandamento pronunciado do crescimento económico deverá ter sido a causa principal da deterioração da situação das finanças públicas comunitárias, que não foi mais significativa por a maioria dos países ter adoptado políticas de redução dos défices estruturais.

Não foi esse, no entanto, o caso da Alemanha, onde o agravamento do défice foi nova-

mente determinado pelo impacto orçamental da unificação, com os recursos transferidos para a Alemanha de Leste a atingirem cerca de 4 por cento do PNB. Apesar do nível sustentado da actividade económica, o défice terá atingido 3.8 por cento do PIB em 1991. Entretanto, a implantação de medidas para aumento das receitas fiscais (introdução de um imposto temporário sobre o rendimento e aumento dos impostos indirectos) e para maior controlo das despesas públicas, deverá determinar um menor crescimento do défice nos próximos anos, se bem que se devam continuar a fazer sentir os efeitos da reunificação. No Reino Unido, a deterioração do saldo orçamental em 1.3 por cento do PIB pode ser atribuída à acção dos estabilizadores automáticos em período de severa recessão, dado que o défice corrigido dos efeitos cíclicos apresenta uma melhoria de 1.2 por cento relativamente a 1990. A Itália registou algum progresso na redução do défice das contas públicas, embora se mantenha muito acima da média dos países do Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC-SME). De referir ainda o caso da Grécia, onde se verificou uma inversão da tendência de agravamento dos défices orçamentais, na sequência da aprovação de um programa de convergência.

Nos EUA as necessidades de financiamento do sector público agravaram-se em 0.3 por cento do PIB em 1991, reflectindo essencialmente o impacto da recessão sobre o défice orçamental. As necessidades de financiamento corrigidas do efeito do ciclo económico (e dos efeitos da Guerra do Golfo) reduziram-se em 0.1 por cento do PIB, o que indicia uma virtual manutenção do carácter da política orçamental em 1991. No Japão, verificou-se uma redução do excedente das contas públicas para 2.3 por cento do PIB, que deve ser relacionada com o aumento das despesas de investimento em infraestruturas, na sequência da adopção dum plano de investimento público.

A necessidade futura de uma maior consolidação fiscal nos principais países industrializados deverá ser entendida num contexto de elevação dos níveis de poupança nacional de

modo a não comprometer o crescimento económico, visto não ser previsível um aumento das taxas de poupança privadas.

No decurso do ano de 1991 as condições monetárias foram suavizadas em vários países, mais significativamente nos que atravessam fases de recessão, em resultado de preocupações com as perspectivas de crescimento económico e face a alguma melhoria no comportamento da inflação.

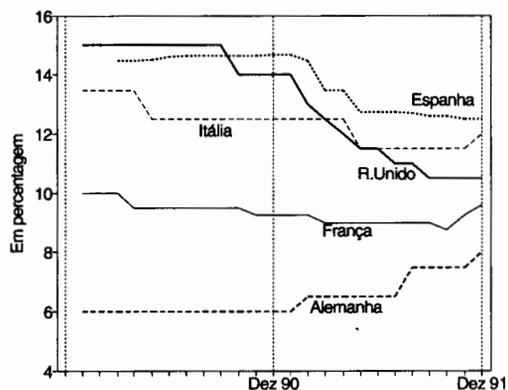
A política monetária do grupo de países pertencentes ao MTC-SME apresenta um cariz diferenciado consoante os países, em articulação com a diferente fase cíclica em que se encontram e o grau das pressões inflacionistas.

A Alemanha adoptou uma política monetária, em 1991, orientada para a contenção das pressões inflacionistas que se acentuaram ao longo do ano. As subidas das taxas de juro oficiais logo no início de 1991 (ver gráfico 6), foram reforçadas com novos aumentos em meados e finais do ano – a taxa de desconto subiu 2 pontos percentuais desde Janeiro, situando-se em 8 por cento no último mês de 1991. As taxas de juro de curto prazo acompanharam esta tendência de subida (ver gráfico 7), enquanto que, a descida das taxas de juro de longo prazo parece atestar a credibilidade da política seguida. As subidas das taxas do *Bundesbank* foram acompanhadas, em geral, pelas pequenas economias pertencentes ao MTC-SME que habitualmente alinham a sua política monetária pela alemã.

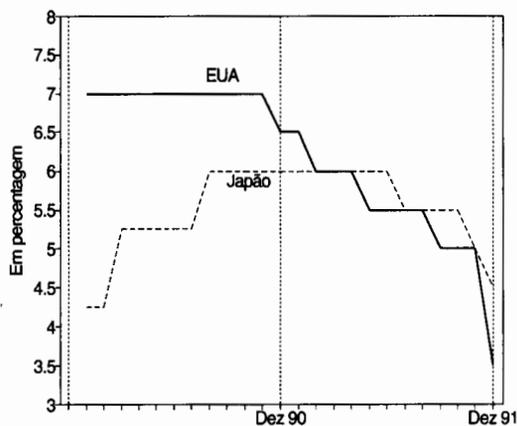
A França, a Itália e o Reino Unido, actuando dentro das limitações impostas pelo mecanismo cambial, tentaram descolar-se da Alemanha não seguindo as subidas das taxas de juro nem no início, nem em meados de 1991. Tal foi possível face ao bom comportamento relativo da inflação nestes países e a alguma margem de manobra no MTC-SME, em particular devido à fraqueza do marco na primeira metade do ano. Em França, os fortes incentivos para cortes nas taxas de juro dada a situação de arrefecimento da economia, foram contrariados pela fraca posição do franco no MTC, que se mantinha próximo do limite inferior da sua banda de flutuação cambial em re-

Gráfico II.6

**TAXAS DE JURO OFICIAIS**



Nota: Alemanha e Itália: taxa de desconto; França: taxa de intervenção; Espanha: taxa de crédito a 10 dias aos bancos; Reino Unido: *London cleaning banks base rate*.



Fonte: OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.  
Nota: EUA e Japão: taxa de desconto.

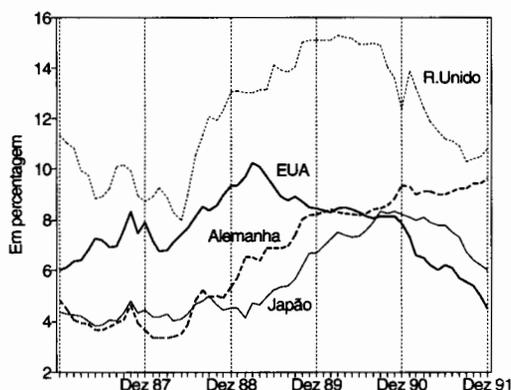
lação à peseta. A partir de Março, cortes nas taxas de juro espanholas – a peseta ocupava a posição de moeda mais forte – aliviaram de algum modo essa pressão.

No final de 1991 a situação inverteu-se com a recuperação do marco alemão. A França teve de proceder a duas subidas da taxa de intervenção (de 0.5 e 0.35 pontos percentuais em

Gráfico II.7

**TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO**

Taxas médias durante o período

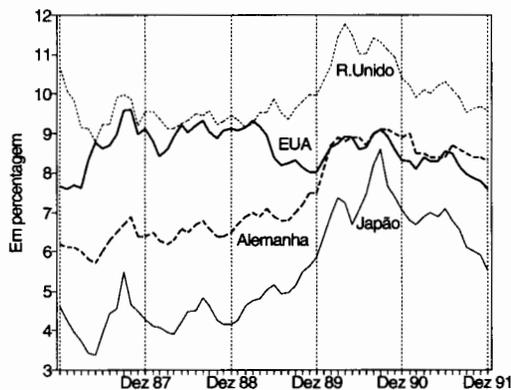


Fonte: *Financial Times*.  
Nota: Taxas dos depósitos a três meses no mercado de eurodivisas de Londres.

Gráfico II.8

**TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO**

Taxas médias durante o período

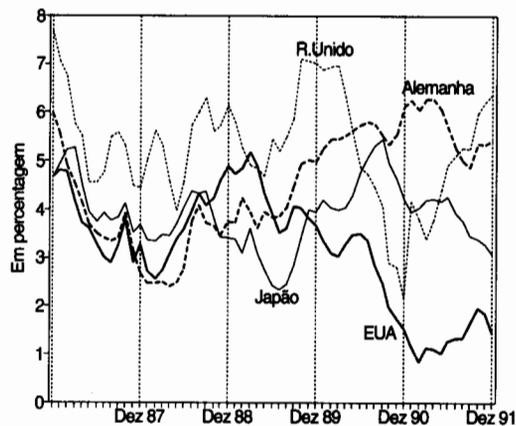


Fonte: OCDE.  
Nota: Taxas de rentabilidade das obrigações de longo prazo no mercado secundário.

Novembro e Dezembro respectivamente) para defender o franco francês, enquanto a libra esterlina sofria igualmente pressões, que limitaram a possibilidade de maiores descidas das taxas de juro internas.

Gráfico II.9

**TAXAS DE JURO DE CURTO PRAZO  
AJUSTADAS DE INFLAÇÃO**

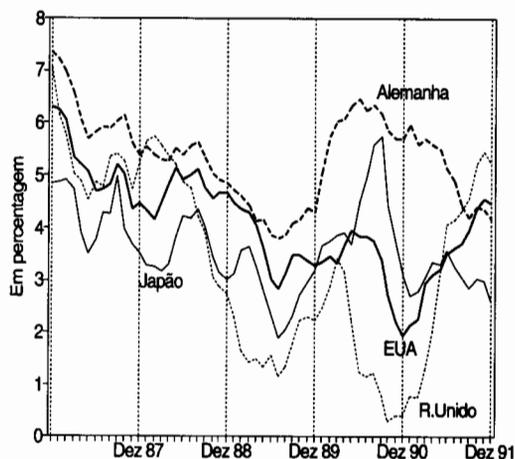


Fonte: Cálculos efectuados com base em valores do *Financial Times* e do EUROSTAT.

Nota: Taxas de juro deflacionadas pela média das taxas de inflação homólogas dos últimos três meses.

Gráfico II.10

**TAXAS DE JURO DE LONGO PRAZO  
AJUSTADAS DE INFLAÇÃO**



Fonte: Cálculos efectuados com base em valores da OCDE e do EUROSTAT.

Nota: Taxas de juro deflacionadas pela média das taxas de inflação homólogas dos últimos três meses.

Durante 1991, o abrandamento registado na economia espanhola e a redução favorável da inflação permitiram algum abrandamento da política monetária, bem como progressos na liberalização dos movimentos de capitais. Logo no início do ano foram removidas várias medidas restritivas incluindo as restrições quantitativas ao crédito doméstico.

A orientação da política monetária nos EUA durante 1991 reflecte a preocupação das autoridades monetárias com o fraco crescimento económico. Essas preocupações intensificaram-se na parte final do ano, quando a nascente recuperação económica deu sinais de se estar a esbater. As taxas de intervenção do FED foram reduzidas sucessivas vezes ao longo de 1991, situando-se a taxa de desconto, em Dezembro, ao nível historicamente baixo de 3.5 por cento (menos 1 ponto percentual que o nível de Novembro, enquanto os anteriores cortes tinham sido de 0.5 pontos percentuais). A dimensão das reduções nas taxas oficiais deve ser vista à luz da fraca resposta que os agregados monetários e, mais genericamente, a actividade, têm vindo a dar às quebras nas taxas de juro. Este facto deverá estar associado ao ajustamento da posição financeira das empresas e particulares, que procuram reduzir o seu grau de endividamento, em conjugação com uma atitude mais prudente da banca na concessão de crédito.

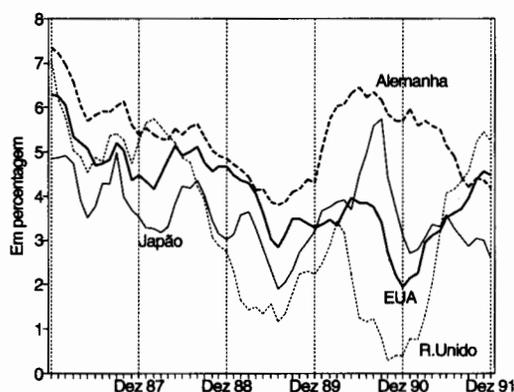
No Japão, a política monetária conheceu igualmente um certo abrandamento a partir da segunda metade do ano, em ligação com uma desaceleração da actividade económica, o que resultou em fortes quebras das taxas de juro de mercado de curto prazo. Alguma evidência de atenuação das anteriores pressões inflacionistas e a firmeza do iene deixam as autoridades monetárias em posição de proceder a maiores abrandamentos futuros, se tal se vier a revelar necessário.

Nos mercados cambiais o comportamento do dólar foi bastante diferenciado ao longo de 1991 (ver gráfico 11). A forte apreciação no primeiro semestre, sustentada pelas expectativas de recuperação da economia americana, seria praticamente anulada na segunda meta-

Gráfico II.11

**TAXAS DE CÂMBIO DO MARCO<sup>(a)</sup>**

Médias mensais, Dezembro 1985=100



Fonte: Cálculos efectuados com base em valores do *Bundesbank*.

Nota:

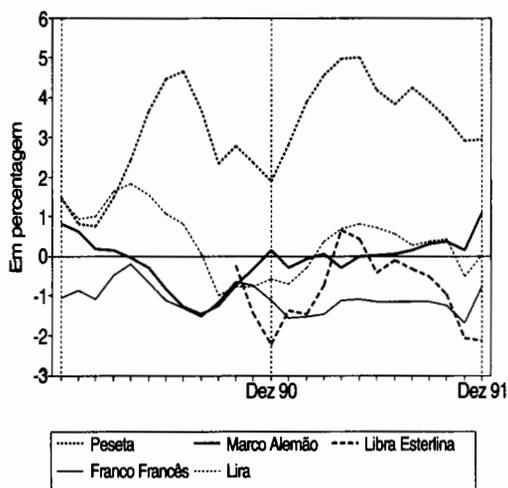
(a) Cotações no mercado de Frankfurt.

Uma redução do índice corresponde a uma depreciação do marco.

Gráfico II.12

**EVOLUÇÃO DAS MOEDAS DO SME**

Desvios face à paridade central (ECU)



Nota: Os movimentos de cada moeda face ao ECU serão sempre inferiores aos limites de variação bilaterais (+ ou - 2.25% ou 6%). O gráfico apenas dá uma indicação da posição relativa das moedas.

de do ano. As sucessivas descidas das taxas de juro e a difícil recuperação económica suscitaram uma queda do dólar face a algumas moedas europeias, com destaque para o marco. Essa queda seria sobretudo pronunciada face ao iene (cerca de 7 por cento no conjunto do ano).

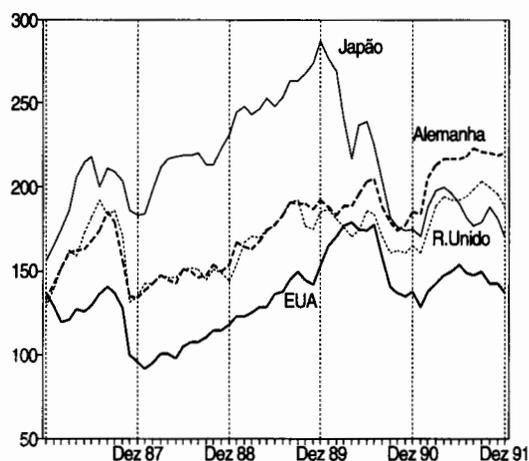
A posição das moedas no MTC-SME manteve-se relativamente estável em 1991, com alguns momentos de maiores pressões no final do ano (ver gráfico 12). A peseta continuou na posição de moeda mais forte do Mecanismo Cambial, tendo gerado fortes pressões, nos primeiros meses do ano, sobre o franco francês, obrigando a diversas intervenções na margem. A partir de meados de 1991, o franco francês e a coroa dinamarquesa alternaram a posição de moeda mais fraca na banda estreita do MTC. O marco melhorou a sua posição relativamente ao primeiro semestre, enquanto que a peseta conheceu algum enfraquecimento, devido ao movimento de descida das taxas de juro e a rumores de uma eventual redução da sua margem de flutuação. No final de 1991 e princípios de 1992, registou-se uma situação pouco comum de tensões, em simultâneo, nas duas bandas. Na banda estreita entre o franco belga e a coroa dinamarquesa e na banda larga entre a peseta e a libra esterlina. A libra terá sido afectada por indicações de manutenção da fraca situação económica do Reino Unido, agravadas por um aumento generalizado das taxas de juro, em Dezembro, nos países do MTC-SME, ao qual o Banco de Inglaterra não se associou.

Durante 1991 a Suécia e a Finlândia decidiram ligar as suas moedas à evolução do ECU, fixando objectivos unilaterais de flutuação máxima (apreciação ou depreciação) de 1.5 por cento no caso da coroa sueca e de 3 por cento para a markka finlandesa. Na parte final do ano, após continuadas pressões contra a markka, o Banco da Finlândia foi obrigado a alterar a taxa central face ao ECU, depreciando-a em cerca de 12 por cento, e a aumentar as margens de flutuação. Esta situação gerou uma crise de confiança nas outras moedas com ligações unilaterais ao ECU, obrigando,

Gráfico II.13

**COTAÇÕES DE ACÇÕES**

Índice base 1985=100



Fonte: OCDE.

Nota: Índices de cotações de acções; EUA: *Standard & Poor* (empresas industriais); Japão: Bolsa de Tóquio (todas as acções); Alemanha: Departamento Federal de Estatística (empresas industriais); Reino Unido: *F. T. Actuaries* (500 empresas industriais).

inclusivamente, o Banco da Suécia a efectuar vultuosas intervenções para sustentar a sua moeda.

A tendência geral de descida das taxas de juro em 1991, nomeadamente das taxas de rentabilidade das obrigações, poderia ter contribuído para uma subida significativa das cotações das acções nas principais bolsas internacionais. Tal não parece ter ocorrido na generalidade dos mercados. Os fortes ganhos registados no início do ano na bolsa de Nova Iorque, após a resolução do conflito do Golfo, não se mantiveram nos restantes meses (ver gráfico 13). A evolução de *Wall Street* reflectiu-se na maioria dos mercados europeus, sendo de destacar a evolução positiva da bolsa de Londres. Apesar da situação financeira menos favorável das empresas cotadas, esta bolsa pareceu reagir favoravelmente à baixa generalizada das taxas de juro. A bolsa nipónica não conseguiu recuperar do declínio registado em 1990, tendo sido afectada negativamente pela revelação de alguns escândalos financeiros em meados do ano, bem como pelas perspectivas de abrandamento da actividade económica.

## A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA

### – Principais desenvolvimentos em 1991 –

O ano de 1991 ficou marcado por um passo decisivo no sentido do aprofundamento da integração europeia, traduzido na aceitação de um novo Tratado da União Europeia pelos doze Estados-membros da Comunidade. O novo Tratado reúne os resultados das Conferências Intergovernamentais (CIG) para a União Económica e Monetária (UEM) e União Política, abertas oficialmente em Dezembro de 1990, decorrentes do processo negocial levado a cabo durante o ano.

Segundo o documento aprovado no Conselho Europeu de Maastricht, em Dezembro de 1991, o desenvolvimento harmonioso e equilibrado das economias dos Estados-membros exige uma estreita coordenação das respectivas políticas económicas, conduzida de acordo com o princípio de mercado aberto e de livre concorrência. Tal implica a adopção de uma política monetária e cambial únicas – com criação de uma moeda única – cujo objectivo primordial foi definido como a manutenção da estabilidade dos preços. Um elemento importante do compromisso assumido em Maastricht é o de conciliar a irreversibilidade do processo de realização da UEM com o preenchimento das necessárias condições de convergência entre as economias da CE. O reforço da coesão económica e social, acordado igualmente em Maastricht, vai precisamente no sentido de facilitar o processo de convergência das economias menos desenvolvidas da CE. O texto do novo Tratado foi assinado a 7 de Fevereiro de 1992 pelos chefes de Estado ou de governo, e será sujeito a ratificação pelos parlamentos nacionais dos doze Estados até final do ano.

O estabelecimento pleno da UEM ocorrerá segundo três fases distintas. O conteúdo e a forma de transição dessas fases, bem como as alterações institucionais que envolvem, foram objecto de sucessivas negociações durante 1991, na procura de um

consenso que, em alguns pontos, seria apenas atingido no Conselho Europeu de Maastricht.

A execução da 1ª fase da UEM – iniciada em Julho de 1990 – envolveu a continuação dos exercícios de supervisão multilateral pelo Conselho de Economia e Finanças. O exercício ocorrido em Julho de 1991 mostrou que o nível de convergência económica, alcançado até ao momento, é ainda claramente insuficiente em muitos Estados-membros. O Conselho reconheceu que a convergência será mais difícil de realizar num contexto económico pouco favorável, exigindo, portanto, um esforço adicional, pelo que convidou os Estados-membros a elaborarem programas de ajustamento a médio prazo que assegurem a convergência necessária à realização da UEM, em especial no que diz respeito à estabilidade de preços e à solidez das finanças públicas. Esta possibilidade ficou consagrada no texto final do Tratado, tendo sido já utilizada por alguns países, nomeadamente Portugal, Itália e Irlanda.

Antes do início da 2ª fase, o Tratado da União prevê que os países adoptem as medidas necessárias à plena liberalização dos movimentos de capitais entre Estados-membros, e entre estes e países terceiros, com excepção dos Estados que beneficiem de uma derrogação temporária (o que pode ser o caso de Portugal).

O início da 2ª fase da UEM a 1 de Janeiro de 1994, já acordado no Conselho Europeu de Roma (Outubro de 1990), foi formalizado no texto do novo Tratado. Esta deverá ser uma fase de transição que irá reforçar a convergência económica para além da 1ª etapa, sendo automática a passagem a esta fase.

Durante a 2ª fase a evolução da situação orçamental dos Estados-membros será acompanhada de perto pelos órgãos comunitários, podendo o Conselho dirigir recomendações aos Estados quando con-

siderar existir um *défice* excessivo. O Conselho não pode, contudo, nesta fase, obrigar o Estado a cumprir as suas recomendações, nomeadamente pela imposição de sanções. A partir desta etapa são aplicáveis os princípios, já anteriormente consensuais, de proibição de financiamento monetário dos défices públicos e de não responsabilização da CE pelos compromissos das autoridades públicas.

Neste período transitório os Estados-membros deverão iniciar o processo conducente à independência do seu banco central, exigível apenas na 3ª fase, altura em que será criado o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC). Contrariamente às propostas iniciais da Comissão, os países comunitários preferiram evitar o risco de que a credibilidade do SEBC fosse afectada, por este não exercer plenamente os seus poderes durante a 2ª fase. Optaram, então, pela criação do Instituto Monetário Europeu (IME), que, entre outras funções, deverá contribuir para o reforço da coordenação das políticas monetárias (sem prejuízo da manutenção da responsabilidade a nível nacional), acompanhar o funcionamento do Sistema Monetário Europeu (SME), promover a utilização do ECU – cuja composição não será alterada até ao início da terceira fase – e preparar a fase seguinte da UEM.

Durante as negociações ocorridas no âmbito da CIG para a UEM, a **transição da 2ª para a 3ª fase da UEM** foi um dos pontos que maior controversia gerou. O critério finalmente acordado, e consagrado em Maastricht, estabelece que o Conselho Europeu deverá decidir, por maioria qualificada, até 31 de Dezembro de 1996, se a maioria dos Estados-membros preenche as condições necessárias para adopção de uma moeda única, e se é conveniente que a CE passe para a 3ª fase. Em caso afirmativo fixará a data de início desta. Se tal não ocorrer até finais de 1997, a 3ª fase começará automaticamente em 1 de Janeiro de 1999, com os Estados que o Conselho Europeu confirmar como satisfazendo as condições necessárias. Fica assim garantida a irreversibilidade do processo de construção da UEM.

Em qualquer das situações descritas será concedida uma derrogação temporária aos países que não preencherem os critérios de integração na fase final da UEM. Esta questão havia já sido acordada no âmbito da CIG, tendo ficado previsto no Tratado

que o Conselho Europeu reveja, periodicamente, a situação dos países a quem fôr concedido esse estatuto, revogando a derrogação assim que estes sejam considerados elegíveis por esses mesmos critérios.

O Reino Unido e a Dinamarca beneficiam de disposições especiais quanto à sua participação na 3ª fase da UEM. O Reino Unido não fica comprometido a passar para essa fase sem uma decisão final, nesse sentido, do governo e do parlamento. A Dinamarca, por questões constitucionais, faz depender a sua participação da realização de um referendo.

A forma final dos critérios de convergência, exigíveis às várias economias como condição da sua passagem à 3ª fase da UEM, apenas seria acordada na Cimeira de Maastricht, dada a dificuldade de conciliar a objectividade pretendida, com a posição, de alguns países, de que a interpretação dos mesmos não fosse puramente mecânica. Os quatro critérios que ficaram definidos para avaliar a situação de cada economia foram:

– estabilidade dos preços – a taxa média de inflação (medida pelo IPC), no ano que antecede a análise, não deve exceder em mais de 1.5% a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade de preços.

– sustentabilidade das finanças públicas – o Estado-membro não pode ser objecto de uma decisão do Conselho que declare a existência de um *défice* orçamental excessivo, ou seja, o rácio do *défice* orçamental em relação ao PIB, a preços de mercado, não deve exceder 3 por cento (ou deverá ter baixado de forma substancial e atingido um valor próximo deste) e o rácio da dívida pública em relação ao PIB, a preços de mercado, não deve exceder 60 por cento (ou essa relação deverá estar a diminuir e a aproximar-se de forma satisfatória desse valor).

– participação no Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME – o Estado-membro deverá ter respeitado as margens de flutuação normais do MTC do SME, sem tensões graves, durante pelo menos os dois anos anteriores à análise, nomeadamente sem desvalorizar, por iniciativa própria, a taxa de câmbio central bilateral face à moeda de qualquer outro Estado-membro.

– convergência das taxas de juro – a taxa de juro nominal média de longo prazo não deve exce-

der em mais de 2% a verificada, no máximo, nos três Estados-membros com melhores resultados em termos de estabilidade de preços.

Juntamente com estes critérios deverão ser levados em consideração outros factores, como sejam a evolução da balança de transacções correntes e a evolução dos custos unitários de trabalho e de outros indicadores de preços. O preenchimento das condições de convergência é considerado, pois, como decisivo para assegurar a estabilidade da UEM.

A situação económica actual dos vários países comunitários parece, contudo, estar ainda longe de garantir um processo de unificação económica e monetária isento de tensões. O quadro que a seguir se apresenta - não pretendendo aferir a situação dos diversos países face aos critérios de convergência, dado os indicadores apresentados não corresponderem exactamente aos especificados no Tratado da União Europeia (e alguns detalhes técnicos dos critérios não estarem ainda definidos) - permi-

te avaliar, em certa medida, os esforços de ajustamento que a maioria das economias deverá levar a cabo. A redução do diferencial inflacionista continuará certamente a condicionar a orientação das políticas económicas em países como Portugal e a Grécia. A situação das finanças públicas é ainda claramente insatisfatória na maioria das economias comunitárias, com alguma gravidade no caso da Grécia e da Itália e, no que se refere ao rácio da dívida pública, também na Bélgica e Irlanda. Em Portugal será igualmente necessário prosseguir políticas de clara contenção do défice público.

Na 3ª fase da UEM a CE atinge a plena integração monetária, com o estabelecimento de uma política monetária e cambial únicas e com a determinação, por parte do Conselho, dos câmbios que passarão a ser irrevogavelmente fixos, conduzindo à introdução do ECU como moeda única. Esta integração exigirá uma coordenação mais estreita das políticas económicas dos países comunitários, em colaboração com o Conselho, por forma a garantir

Quadro 1

INDICADORES ECONÓMICOS PARA OS PAÍSES DA CE<sup>(a)</sup>

	Inflação (IPC) média 1991 (t.v.h.)	Necessidade(-) ou capacidade(+) de financiamento público em 1991 <sup>P</sup> (em % PIB)	Dívida Pública em 1991 <sup>P</sup> (em % PIB)	Taxa de juro de longo prazo <sup>(b)</sup> média 1991 (em %)
Alemanha .....	3.5	-3.2	46.2	8.5
Bélgica .....	3.2	-6.4	129.4	9.3
Dinamarca .....	2.4	-1.7	67.2	9.3
Espanha .....	6.0	-3.9	45.6	12.4
França .....	3.0	-1.5	47.2	9.5
Grécia .....	19.5	-17.9	96.4	-
Irlanda .....	3.1	-4.1	102.8	9.2
Itália .....	6.4	-9.9	101.2	11.4
Luxemburgo .....	3.1	+2.0	6.9	8.2
Países Baixos .....	3.9	-4.4	78.4	8.7
Portugal .....	11.4	-6.0	68.8	17.1
Reino Unido .....	5.9	-1.9	43.8	9.9

Fonte: EUROSTAT, CE, OCDE, INE e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Os indicadores apresentados são os conceitos usualmente utilizados para cada variável. Como tal, não deverão ser utilizados como uma medida rigorosa da posição de cada país face aos critérios de convergência estabelecidos no Tratado da União Europeia

(b) Taxa de rentabilidade no mercado secundário de títulos de dívida pública de longo prazo.

t.v.h. - taxa de variação homóloga.

*uma convergência sustentada das várias economias, tal como consagra o novo Tratado. Nele prevê-se igualmente que, nesta fase, os Estados-membros da CE evitem défices orçamentais excessivos. Nos casos em que o Conselho venha a verificar existirem tais défices, avaliados segundo os critérios especificados no Tratado, poderá dirigir recomendações ao país em causa, e, em casos extremos, aplicar sanções que vão desde exigências de publicação de informação adicional específica, antes da emissão de dívida pública, até depósitos não remunerados a favor da CE e multas.*

*Em termos institucionais, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) assumirá o pleno exercício das suas competências, substituindo o anterior IME. O objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade de preços, devendo apoiar as políticas económicas gerais da CE, sem prejuízo deste objectivo. A seu cargo ficará a definição e execução da política monetária da CE, a gestão das reservas cambiais dos Estados-membros e a promoção do bom funcionamento do sistema de pagamentos.*

*O SEBC será constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos bancos centrais nacionais, devendo a actividade de ambos reger-se pelo princípio estrito de independência. O BCE será composto por vários órgãos de decisão, nomeadamente por*

*um Conselho, que reúne os governadores dos bancos centrais dos países que passarem à 3ª fase da UEM e os membros da Comissão Executiva (outro dos órgãos do BCE). O Conselho do BCE será o responsável pela definição da política monetária da CE, enquanto que a sua execução ficará a cargo da Comissão Executiva. Os bancos centrais nacionais, sendo um elemento integrante do SEBC, deverão actuar de acordo com as orientações do BCE. O SEBC incluirá ainda um órgão denominado Conselho Geral, que só funcionará enquanto existirem países que beneficiem de derrogações à participação plena na 3ª fase, e que assumirá as funções residuais do IME.*

*As regras quanto à política cambial externa da CE, um dos pontos em aberto durante as negociações ocorridas na CIG, ficaram estabelecidas apenas em Maastricht e de forma mais rígida do que apontava o projecto de Tratado. A celebração de acordos cambiais, relativos à taxa de câmbio do ECU face a moedas não comunitárias, fica a cargo do Conselho da Comunidade, que deverá deliberar por unanimidade. Tal deverá ser feito, no entanto, após consulta do BCE e garantindo a consistência com o objectivo de estabilidade de preços. Os Estados-membros da CE que beneficiarem de uma derrogação nesta fase deverão tratar a sua política cambial como uma questão de interesse comum.*

## PROCURA, PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS

### 1. Introdução

O crescimento da economia portuguesa reduziu-se em 1991 após a forte expansão registada no período 86-90, mas continuou superior à média comunitária, mantendo-se limitado o impacto em Portugal das conjunturas recessivas verificadas em diversos países industrializados. De acordo com as estimativas elaboradas no Banco de Portugal, o crescimento do PIB real reduziu-se para 2.5 por cento (que compara com 1.3 por cento na CE), dum média de 4.6 por cento nos cinco anos precedentes e 4.2 por cento no ano anterior. No entanto, a procura interna manteve um crescimento elevado (4.2 por cento, contra 1.1 por cento na CE), mas inferior em 1.3 pontos percentuais ao registado em 1990.

O padrão de crescimento sofreu, em 1991, uma alteração substancial: o lado da procura foi sobretudo impulsionado pelo consumo privado (bem como pelas despesas públicas de consumo e investimento), em lugar das exportações e investimento privado, como ocorrera nos anos mais recentes. Com efeito, o consumo privado terá crescido 5.2 por cento, em termos reais, estimulado por fortes aumentos da massa salarial (em particular da função pública) e das transferências internas, tornando-se a componente mais dinâmica da procura interna. A desaceleração da FBCF foi notória (para 2.8 por cento, em volume) devido à evolução desfavorável do investimento privado, só parcialmente compensada pelo bom andamento das obras públicas. Na origem da moderação

do investimento privado em 1991 estará a sua elevada expansão nos últimos anos e a deterioração da rentabilidade esperada das empresas.

O crescimento real do consumo público, estimado em 3.5 por cento, continuou a reflectir uma significativa expansão do emprego na Administração Pública.

A contribuição do sector externo para o crescimento real do PIB manteve-se negativa (-2.1 por cento), sendo um pouco superior à verificada em 1990 (-1.8 por cento). Em associação com o abrandamento da procura externa verificou-se, em termos médios, uma sensível desaceleração das exportações de bens e serviços em 1991 (para 1.8 por cento), a par dum desaceleração também bastante significativa das importações (para 6.1 por cento).

A BTC atingiu no conjunto do ano um défice de cerca de 1 por cento do PIB, muito inferior ao volumoso excedente da balança de capitais. Na presente conjuntura, a oferta de bens externos no mercado doméstico, não causando problemas a nível de equilíbrio externo, tem vindo a ser incentivada como elemento de moderação das pressões inflacionistas.

A redução sustentada da taxa de inflação, no âmbito da convergência nominal com as restantes economias da CE, continuou a ser um objectivo fundamental da política económica. Medido, em média anual, pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), o crescimento

Quadro III.1

DESPEZA NACIONAL

Milhões de contos

	1988	1989			1990				1991				
	preços correntes	preços de 88	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes	preços de 89	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes	preços de 90	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes
Consumo privado .....	3969.4	4080.5	2.8	13.0	4611.0	4842.7	5.0	13.4	5489.9	5775.4	5.2	11.4	6434.6
Consumo público .....	906.3	934.2	3.1	18.0	1102.4	1143.2	3.7	21.6	1389.9	1438.5	3.5	20.9	1739.6
Investimento .....	1770.4	1854.9	4.8	10.0	2040.7	2193.5	7.5	11.8	2452.1	2506.9	2.2	8.7	2725.5
Formação Bruta de													
Capital Fixo .....	1611.2	1707.8	6.0	10.0	1878.8	2010.1	7.0	11.8	2247.1	2310.4	2.8	9.1	2521.0
Construção .....	787.0	819.9	4.2	13.2	927.8	977.0	5.3	15.0	1123.6	1174.6	4.5	12.4	1320.3
Equipamento .....	824.2	887.9	7.7	7.1	951.0	1033.1	8.6	8.8	1123.5	1135.7	1.1	5.7	1200.7
Variação de existências ...	159.2	147.2	-0.2		161.9	183.4	0.3		205.0	196.5	-0.1		204.6
Procura interna .....	6646.1	6869.7	3.4	12.9	7754.1	8179.4	5.5	14.1	9332.0	9720.9	4.2	12.1	10899.7
Cont. Proc.Int. p/ PIB <sup>(a)</sup> ..			3.7				5.9				4.5		
Exportações .....	2102.0	2448.5	16.5	8.0	2643.5	2966.6	12.2	4.2	3092.3	3149.4	1.8	-0.1	3146.3
Mercadorias (fob) ...	1565.3	1883.7	20.3	6.3	2002.3	2242.2	12.0	3.5	2319.5	2348.3	1.2	-0.3	2341.3
Serviços .....	536.7	564.8	5.2	13.5	641.2	724.4	13.0	6.7	772.8	801.1	3.7	0.5	805.0
Procura global .....	8748.1	9318.1	6.5	11.6	10397.6	11146.0	7.2	11.5	12424.3	12870.3	3.6	9.1	14046.1
Importações .....	2745.4	2984.3	8.7	7.9	3220.5	3670.2	14.0	5.3	3866.3	4102.0	6.1	0.2	4108.8
Cont. (X-M) p/ PIB <sup>(b)</sup> ....			1.8				-1.8				-2.1		
Produto Interno Bruto ....	6002.8	6333.8	5.5	13.3	7177.2	7475.9	4.2	14.5	8557.9	8768.2	2.5	13.3	9937.3
Rendimentos do Resto do													2.8
Mundo .....	-125.8				-113.1				-34.1				
Produto Nacional Bruto ..	5876.9				7064.0				8523.8				9940.1

Notas:

(a) Contribuição da Procura Interna para o Produto Interno Bruto.

(b) Contribuição das (Exportações-Importações) para o Produto Interno Bruto.

t.c.v. - taxa de crescimento em volume.

t.c.p. - taxa de crescimento dos preços.

As estimativas apresentadas no quadro da despesa nacional não incluem a contabilização nas Contas Nacionais dos valores relativos à operação de aquisição de três fragatas "Meko 200" pelo Estado Português, iniciada em 1986 e concluída em 1991, com a entrega das fragatas. No âmbito das Contas Nacionais, se se considerasse a aquisição das fragatas "Meko 200", esta operação teria como efeitos, em 1991, um aumento do consumo público e das importações pelo valor das fragatas (150 milhões de contos), não afectando o PIB. O défice do SPA, incluindo activos financeiros, ficaria também inalterado, uma vez que aquele aumento do consumo público seria compensado por uma transferência pública do exterior para o Estado Português (no montante de 92 milhões de contos) e uma redução de activos financeiros em 58 milhões de contos. A balança de transacções correntes seria afectada neste último montante (compensado por uma operação de capital), em resultado do aumento de importações (150 milhões de contos) abatido do aumento das transferências unilaterais (92 milhões de contos).

dos preços desacelerou para 11.4 por cento, após 13.4 por cento em 1990. O diferencial de inflação em relação aos países que fazem parte do Mecanismo da Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC do SME) reduziu-se para 6.7 p.p., em média anual (8.9 p.p. em 1990). O estreitamento do diferencial ao longo do ano foi mais notório no segundo semestre, quando se acentuaram os sinais de desaceleração na trajetória da inflação, situando-se no final do ano em 5.1 p.p.

Do lado da oferta interna, a desaceleração do PIB derivou fundamentalmente da evolução pouco favorável do sector industrial, cujo valor acrescentado, em termos reais, terá estagnado em relação ao ano anterior. O sector dos serviços continuou a ser o sector mais dinâmico, embora com um crescimento inferior ao do ano anterior, impulsionado mais uma vez pelo sector financeiro. A contribuição do valor acrescentado da agricultura para o crescimento da produção em 1991 manteve-se ne-

gativa, sendo, contudo, menos acentuada do que a de 1990. O valor acrescentado da construção continuou a beneficiar do dinamismo do mercado das obras públicas, expandindo-se 4.5 por cento.

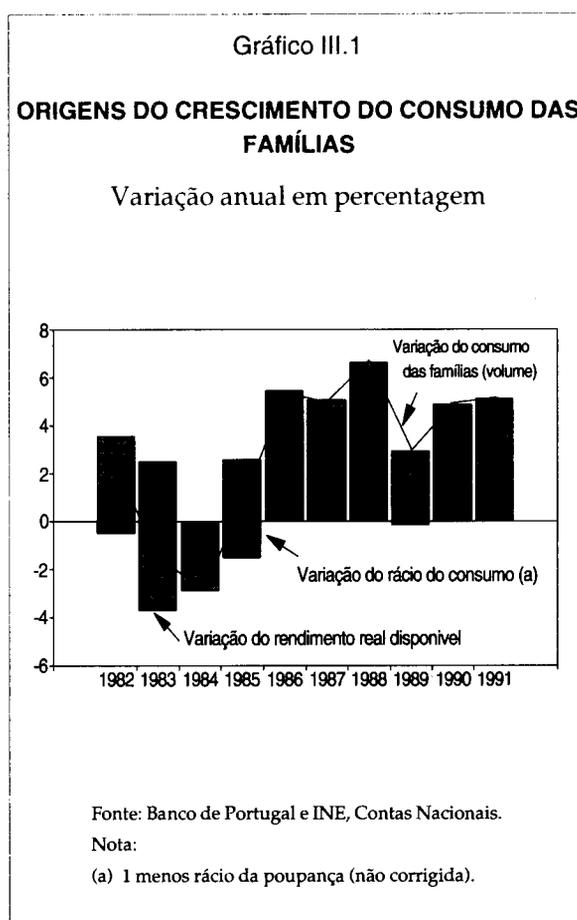
O dinamismo da procura no mercado de trabalho, associado a um nível muito baixo da taxa de desemprego (4.1 por cento, em média, no conjunto do ano) e a um novo acréscimo do emprego (3 por cento no total e 1.4 por cento por conta de outrem), traduziu-se numa forte pressão sobre os salários. Neste contexto, e face à persistência de elevadas expectativas de inflação no mercado de trabalho, os salários nominais por empregado voltaram a acelerar em 1991, para 17.7 por cento. Em termos reais, o crescimento salarial (5.6 por cento) situou-se também claramente acima dos anos anteriores, constituindo a principal determinante do elevado crescimento do consumo, com um impacto negativo sobre a evolução da inflação. À semelhança do ano precedente, o contributo do sector público, derivado da aplicação do novo sistema remunerativo, voltou a assumir um papel relevante na evolução salarial em 1991.

## 2. Procura

### 2.1 Consumo Privado

O consumo privado voltou a expandir-se a um ritmo acentuado, em 1991, tornando-se a variável mais dinâmica da procura interna. O seu acréscimo em termos reais foi estimado em 5.2 por cento, semelhante ao do ano anterior (5 por cento) e superior ao da generalidade das componentes da procura global, em forte desaceleração relativamente a 1990.

O comportamento do consumo privado continuou a reflectir o acréscimo do rendimento real disponível dos particulares e presumivelmente a manutenção de boas perspectivas de evolução do rendimento permanente. Neste contexto, a taxa de poupança dos particulares registou uma nova queda (ver gráfico III.1).



Estima-se que o acréscimo do rendimento real disponível das famílias (quadro III.2) se tenha cifrado em 3.9 por cento (3.1 por cento em 1990). Para este acréscimo contribuiu principalmente a elevada expansão da massa salarial, resultante da subida conjugada do emprego e, sobretudo, dos salários, em face duma inflação decrescente, e o crescimento das transferências internas. Quer os aumentos dos salários do sector privado, quer os do sector público (este último ainda sob a influência da reforma do sistema retributivo da função pública) situaram-se, em termos reais, claramente acima dos anos anteriores, estimando-se uma expansão média de 5.6 por cento. O crescimento das transferências internas, associado à actualização das pensões e ao aumento do número de pensionistas, terá dado também uma forte contribuição para o aumento do

Quadro III.2

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

Milhões de contos

	1988		1989		1990		1991	
	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	
Salários .....	2199.4	17.5	2583.9	20.3	3107.8	19.4	3709.3	
Rendimentos de Empresa e Propriedade ...	2067.6	21.4	2509.2	12.8	2829.8	15.0	3255.2	
Transferências internas .....	874.0	13.9	995.5	22.5	1219.6	21.4	1480.9	
Transferências externas .....	520.6	12.9	587.9	8.6	638.3	3.4	660.3	
Rendimento Pessoal .....	5661.5	17.9	6676.6	16.8	7795.5	16.8	9105.6	
— Impostos directos .....	324.0	44.7	468.9	13.5	532.2	30.0	691.9	
— Contribuições sociais .....	220.4	16.1	255.9	19.6	306.0	19.2	364.8	
RENDIMENTO DISPONÍVEL .....	5117.1	16.3	5951.8	16.9	6957.2	15.7	8048.9	
— Consumo privado .....	3969.4		4611.0		5489.9		6434.6	
Poupança .....	1147.8		1340.8		1467.3		1614.3	
Taxa de poupança .....	22.4		22.5		21.1		20.1	

Nota:

t.c. - taxa de crescimento.

consumo, atendendo a que estas componentes do rendimento disponível têm uma maior propensão para o consumo.

Na verdade, o crescimento do consumo privado conjugou-se com uma descida da taxa de poupança das famílias, que se estima ter sido, em termos do rendimento disponível, da ordem de 1 ponto percentual.

No entanto, como a "caixa" anexa documenta, uma parte significativa da evolução da taxa de poupança "medida" das famílias em 1991 resulta apenas da desaceleração da inflação que ocorreu neste ano. De facto, esta desaceleração atenuou consideravelmente a erosão da inflação sobre a riqueza financeira das famílias, reduzindo a parcela da poupança medida que se destina apenas a manter o valor dessa riqueza. Corrigindo deste efeito, a queda da taxa de poupança das famílias deverá ter-se cingido a 0.3 pontos percentuais.

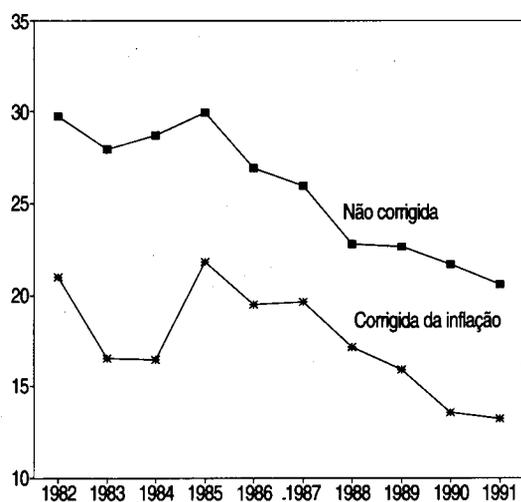
A queda da taxa de poupança "corrigida" das famílias em 1991, embora relativamente

moderada, insere-se num contexto mais geral de progressiva diminuição ao longo dos últimos anos (ver gráfico III.2), para a qual concorre um conjunto de factores. Em primeiro lugar, terá vindo a verificar-se um "efeito riqueza", isto é, um aumento do rendimento permanente esperado das famílias, após a adesão à CE. Nos primeiros anos após a adesão, este efeito foi complementado por uma maior disponibilidade de bens de consumo, que terá tido algum impacto temporário. Em segundo lugar, verifica-se uma tendência de alteração da composição etária da população em favor das classes com maior propensão ao consumo, nomeadamente idosos, conjugada com uma forte expansão dos rendimentos dessas classes (designadamente transferências internas). Por último, a progressiva desregulamentação e liberalização do sistema financeiro deverá estar a conduzir a uma atenuação das restrições de liquidez das famílias, em particular tornando mais acessível o crédito para consumo, o que

Gráfico III.2

**TAXA DE POUPANÇA DOS PARTICULARES**

Em percentagem do Rendimento Disponível



Fonte: Banco de Portugal e INE Contas Nacionais.

poderá vir a induzir uma expansão temporária desta variável em detrimento da poupança.

É provável que o efeito sobre a taxa de poupança do primeiro factor referido tenda a esbater-se, uma vez completado o ajustamento das expectativas de rendimento permanente ao seu ritmo de crescimento mais elevado. O segundo factor, contudo, representa uma tendência de mais longo prazo, e o terceiro encontra-se presumivelmente ainda no seu início. Assim, é provável que a taxa de poupança das famílias continue a apresentar uma tendência decrescente nos próximos anos, suscitando aos responsáveis da política económica a questão da eventual necessidade de tomar medidas de estímulo à poupança privada ou de aumento da poupança pública (admitindo inexistência de compensação integral entre poupança privada e pública).

Mais genericamente, importa assegurar que a retracção da taxa de poupança da econo-

mia, tudo o resto constante, seja acompanhada por uma elevação das taxas de juro reais para os seus níveis de equilíbrio. Da parte do Banco Central isto implica, por um lado, garantir as condições para um funcionamento eficiente do mercado e, por outro lado, na presença de alguma rigidez das taxas de juro, procurar induzir o ajustamento do mercado através dos sinais dados pelos seus instrumentos, nomeadamente as taxas de intervenção. Neste contexto, assinala-se a marcada subida registada em 1991, em termos reais, pelas taxas de juro passivas, em particular no caso dos depósitos a prazo a seis meses, que continuam a constituir o instrumento dominante de aplicação da poupança das famílias.

Analisando o consumo privado por tipos de bens, observa-se que a aceleração verificada resultou quer da evolução do segmento dos duradouros quer da dos não duradouros, sendo o ritmo de crescimento real dos primeiros cerca do dobro dos segundos. Estima-se um aumento em volume das aquisições de automóveis idêntico ao do ano anterior (9 por cento). Quanto aos outros indicadores do consumo de bens duradouros, tanto as importações de aparelhos de som e imagem como as de electrodomésticos registaram taxas reais de aumento da ordem dos 16 por cento em 1991.

Relativamente aos bens não duradouros, o indicador do consumo corrente do Banco de Portugal, baseado nas vendas das principais cadeias de supermercados, apresentou também um crescimento elevado (5.9 por cento), o que representa uma aceleração, em média anual, relativamente a 1990. No mesmo sentido aponta a evolução das vendas de gasolina.

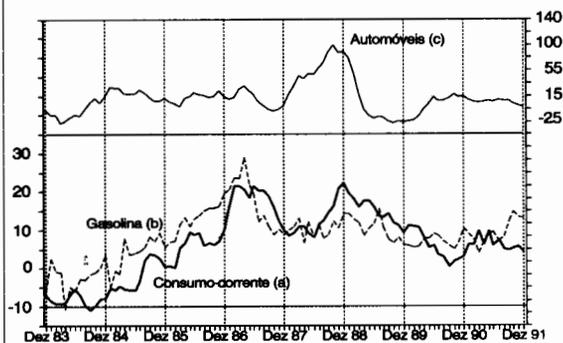
Reflectindo a dinâmica do consumo privado, as importações de bens de consumo registaram um elevado crescimento real, da ordem dos 20 por cento em 1991 (26 por cento no ano anterior), o que terá tido um impacto favorável sobre a evolução dos preços.

Em termos de evolução intra-anual, a generalidade da informação quantitativa aponta para um crescimento do consumo privado a um ritmo bastante elevado ao longo de todo o ano, com sinais de abrandamento ténues, e

Gráfico III.3

### INDICADORES DO CONSUMO

Taxas de variação homólogas trimestrais



Fontes:

- (a) Principais cadeias de supermercados.
- (b) Direcção-Geral de Energia e Petrolgal.
- (c) Associação do Comércio Automóvel de Portugal (ACAP).

não extensivos a todos os indicadores, no final do ano (gráfico III.3). O indicador do consumo corrente registou, de acordo com as taxas de variação homólogas trimestrais, alguma desaceleração durante 1991, embora no conjunto do ano o crescimento médio tenha sido 1.2 pontos percentuais superior ao de 1990. A leitura deste indicador deve, no entanto, fazer-se com precaução, dada a instabilidade no seu comportamento relacionada com a abertura de novos hipermercados e fenómenos de desvio de comércio, o que dificulta a avaliação de uma tendência. As vendas de automóveis, que mantiveram um crescimento acumulado homólogo da ordem dos 11 por cento até Setembro, registaram uma forte desaceleração no quarto trimestre, que será resultante, em parte, do elevado ritmo de crescimento verificado no trimestre homólogo de 1990.

## CORRECÇÃO DO EFEITO DA INFLAÇÃO SOBRE A TAXA DE POUPANÇA

Os activos (e os passivos) monetários e financeiros, detidos pelos diferentes agentes económicos, experimentam uma perda (um ganho) de valor "real", provocada pela inflação. Este efeito da inflação sobre o valor dos activos e passivos deve ser tido em conta na estimação do rendimento disponível "real", para se poder analisar adequadamente o comportamento dos agentes económicos, em particular no que respeita às decisões de consumo e poupança.

Na verdade, os juros nominais recebidos (pagos) pelos diversos sectores contêm duas parcelas, uma representando uma verdadeira receita (despesa), e a segunda representando uma mera compensação da erosão do capital pela inflação. Ambas as parcelas são tratadas como rendimento nas contas nacionais, reflectindo-se, para um dado consumo, nas poupanças sectoriais. No entanto, a segunda parcela tem a natureza duma amortização parcial do capital e deveria ser excluída do rendimento de modo a obter uma melhor medida desta variável.

Um procedimento, que por vezes se utiliza para realizar esta correcção, consiste em subtrair ao rendimento disponível a parcela dos juros. No entanto, este

é um procedimento muito grosseiro dado que, como referido, só uma parte dos juros se destina a repor o valor real dos activos financeiros, sendo o restante "juro real".

Um método alternativo, utilizado no presente exercício, consiste em estimar a erosão de valor provocada pela inflação multiplicando o stock médio de activos e passivos monetários e financeiros, detidos pelos diferentes sectores institucionais, pela taxa de inflação verificada ex-post. São considerados para este efeito os activos e passivos que, por contrato ou estatuto, têm um valor fixo, não considerando aqueles cujos preços tendem a acompanhar, no longo prazo, a inflação.

Mais concretamente, os resultados apresentados a seguir foram obtidos a partir do stock de activos e passivos detidos no final de Junho de cada ano pelos sectores institucionais "particulares", "empresas" (que inclui o sector bancário) e "sector público". Foram apenas considerados os elementos na posse das entidades residentes e denominados em moeda nacional. A fonte dos dados foram as estatísticas monetárias e do mercado de capitais. Para além dos

Quadro 1

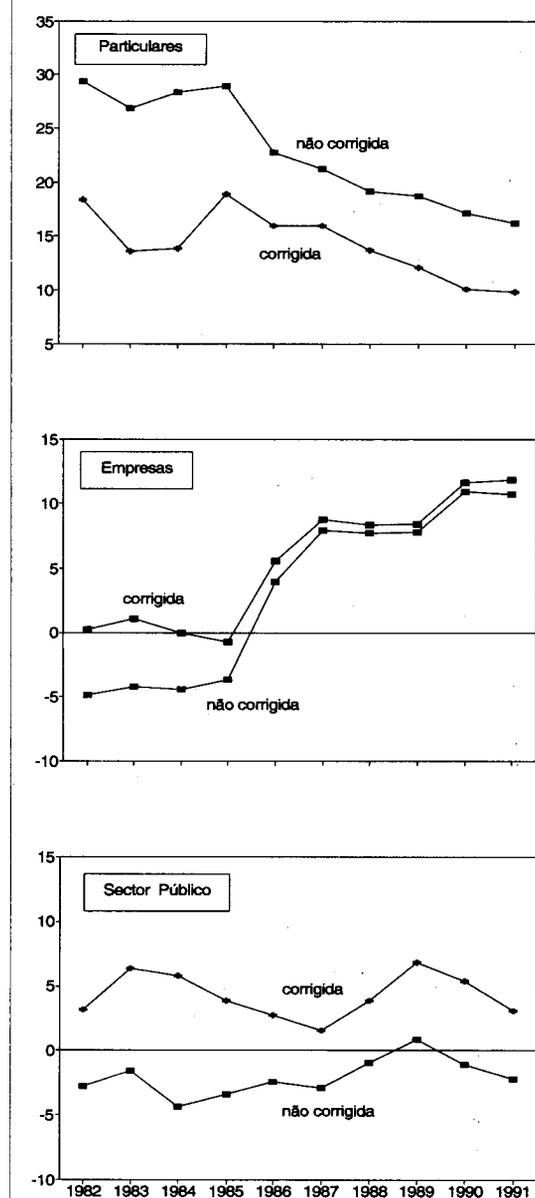
### ESTIMATIVA DO EFEITO DA INFLAÇÃO SOBRE AS TAXAS DE POUPANÇA SECTORIAIS

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Taxas de poupança :										
(em % do PIB)										
Particulares										
corrigida .....	18.4	13.7	13.9	18.9	16.0	16.0	13.7	12.1	10.1	9.9
não corrigida .....	29.4	26.8	28.4	29.0	22.7	21.3	19.1	18.7	17.1	16.2
Empresas										
corrigida .....	0.3	1.1	0.0	-0.8	5.6	8.8	8.4	8.4	11.6	11.8
não corrigida .....	-4.9	-4.2	-4.4	-3.6	4.0	7.9	7.7	7.8	10.9	10.8
Sector Público										
corrigida .....	3.1	6.3	5.8	3.8	2.7	1.5	3.9	6.8	5.4	3.1
não corrigida .....	-2.7	-1.6	-4.3	-3.4	-2.4	-2.9	-0.9	0.9	-1.0	-2.3

Gráfico 1

## TAXAS DE POUPANÇA DOS SECTORES INSTITUCIONAIS

Em percentagem do PIB



elementos registados nas contas do sistema bancário, foram considerados os certificados de aforro e as obrigações do Tesouro. A parte das obrigações do Tesouro adquirida pelos particulares foi estimada aplicando uma proporção (a mesma da repartição dos bilhetes do Tesouro entre particulares e empresas) à diferença entre o saldo vivo no meio do ano e o valor dos títulos

cedidos a não residentes e o dos títulos mantidos na carteira dos bancos.

A taxa de poupança corrigida obtém-se, portanto, subtraindo (ou adicionando) ao rendimento disponível a perda (ou o ganho) que se estima dever-se à inflação.

Os resultados são apresentados no quadro 1 e gráfico 1.

De acordo com o que foi referido anteriormente, as taxas de poupança sectoriais não corrigidas são indicadores enfiados do nível das poupanças efectivas em períodos de elevada inflação. O quadro e gráfico ilustram claramente este ponto, indicando que, em 1991, do valor de cerca de 16% do PIB apresentado pela taxa de poupança "medida" dos particulares, cerca de 6 pontos percentuais do PIB destinam-se exclusivamente a compensar a erosão, provocada pela inflação, da riqueza financeira deste sector. Simetricamente, estima-se que a poupança "medida" dos sectores devedores da economia deve ser ajustada para cima em cerca de 5 pontos percentuais do PIB no caso do SPA e 1 ponto percentual no caso das empresas, de modo a corrigir da parcela dos juros pagos por estes sectores que foi compensada por uma erosão da respectiva dívida.

Do mesmo modo, a variação das taxas de poupança sectoriais não corrigidas dá uma indicação distorcida da variação das poupanças efectivas quando a taxa de inflação sofre alterações significativas. Este aspecto é patente no quadro e gráfico quando se comparam as evoluções das taxas de poupança corrigidas e não corrigidas no período de rápida desinflação 1984-87. Neste período, a taxa de poupança "medida" das famílias, por exemplo, regista uma queda de cerca de 7 pontos percentuais mas, na realidade, esta evolução traduziu basicamente a redução da erosão da inflação sobre a riqueza financeira do sector; corrigindo deste efeito, estima-se que a taxa de poupança tenha subido cerca de 2 pontos percentuais. Um fenómeno semelhante, mas em menor escala, terá ocorrido em 1991, em que a taxa de poupança "medida" dos particulares se reduziu em 0.9 pontos percentuais do PIB mas, corrigindo do efeito da redução da inflação, a queda ter-se-á confinado a 0.2 pontos percentuais.

## 2.2 Consumo público

O crescimento real do consumo público, segundo as últimas estimativas, foi de 3.5 por cento (3.7 por cento em 1990), em associação com um sensível crescimento do emprego na Administração Pública. À semelhança do ano precedente, os efeitos do novo sistema retributivo da função pública determinaram um elevado valor para o deflator implícito do consumo público, que terá atingido 20.9 por cento.

Em termos nominais, o consumo público registou um crescimento estimado de 24.2 por cento, que tem implícito um acréscimo com as despesas com pessoal de 25.1 por cento e das despesas em bens e serviços de 21.1 por cento.

## 2.3 Investimento

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) registou uma desaceleração acentuada em 1991, com um aumento estimado de 2.8 por cento em termos reais, inferior em 4.2 p.p. à taxa do ano anterior. O crescimento real da FBCF terá sido, assim, ligeiramente superior ao do PIB mas, uma vez que o respectivo deflator ficou aquém do deste agregado, em termos nominais o peso da FBCF em relação ao

PIB diminuiu cerca de um ponto percentual, para 25 por cento. Este valor representa, de qualquer modo, uma taxa de investimento claramente acima da média da CE (20 por cento). O peso da FBCF do sector público tornou-se mais significativo, resultante essencialmente do bom andamento do mercado de obras públicas. A contribuição da variação de existências para o crescimento do PIB foi negativa em 1991 (-0.1 por cento contra +0.3 em 1990).

A forte desaceleração da FBCF do sector privado em 1991, que deverá ser interpretada na perspectiva da elevada expansão verificada nos anos precedentes, reflectirá fundamentalmente a moderação das expectativas de vendas (no mercado interno e externo), conjugada com uma elevação do custo do capital. Esta situação encontrou reflexo no mercado de capitais, onde a continuação da queda do índice de cotações das acções, conduziu presumivelmente a uma deterioração do rácio entre o valor do mercado do capital instalado e o seu custo de reposição, o que actuou como um desincentivo ao investimento produtivo.

Para o resultado obtido na FBCF do sector privado poderá também ter contribuído a queda da taxa de poupança das empresas nalguns

Quadro III.3

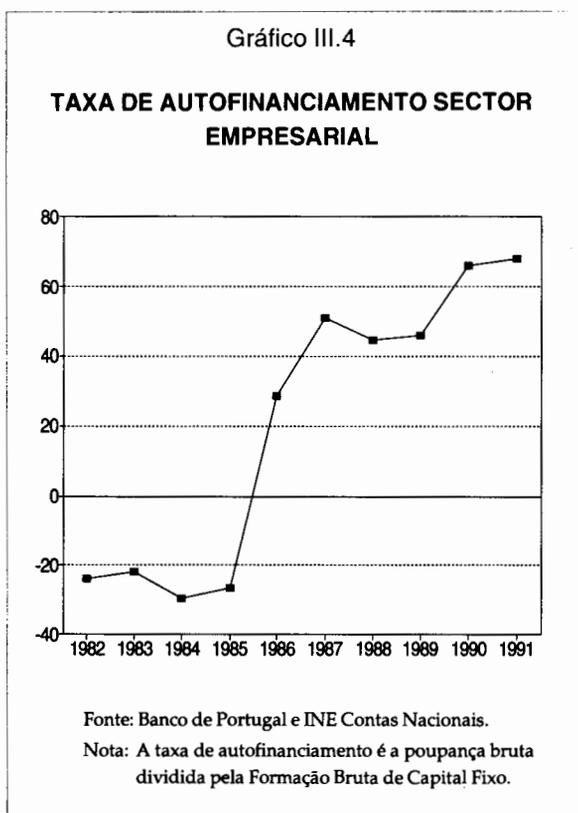
### POUPANÇA E INVESTIMENTO

Milhões de contos

	1988		1989		1990		1991	
	valor	% PIB	valor	% PIB	valor	% PIB	valor	
Poupança interna .....	1624.9	28.8	2066.6	28.3	2425.9	26.4	2626.7	
Privada (inclui Empresas Públicas) .....	1612.4	26.5	1901.4	28.1	2401.0	27.0	2684.7	
Particulares .....	1147.8	18.7	1340.8	17.1	1467.3	16.2	1614.3	
Empresas .....	464.6	7.8	560.6	10.9	933.7	10.8	1070.4	
Sector Público Administrativo .....	12.5	2.3	165.2	0.3	24.8	-0.6	-58.0	
Poupança corrente .....	-55.8	0.9	62.6	-1.0	-89.2	-2.3	-223.8	
Transferências de capital da CE .....	68.3	1.4	102.6	1.3	114.0	1.7	165.8	
Poupança externa .....	145.5	-0.4	-25.9	0.3	26.2	1.0	98.8	
POUPANÇA BRUTA = INVESTIMENTO BRUTO .....	1770.4	28.4	2040.7	28.7	2452.1	27.4	2725.5	
Formação bruta de capital fixo .....	1611.2	26.2	1878.8	26.3	2247.1	25.4	2521.0	
Variação de existências .....	159.2		161.9		205.0		204.6	

sectores, na medida em que estas estejam sujeitas a restrições de financiamento (não obstante a abolição dos limites de crédito) ou imputem um custo menor aos fundos gerados internamente, na avaliação do custo do capital. No conjunto das empresas (financeiras e não financeiras), estima-se, contudo, que a taxa de poupança se tenha mantido virtualmente inalterada em 1991, situando-se em 11.8 por cento do PIB, após correcção da erosão da inflação, ou 10.8 por cento na ausência dessa correcção (ver "caixa").

Em paralelo, continuou a registar-se uma elevada taxa de autofinanciamento das empresas. Com efeito, de acordo com um indicador agregado de autofinanciamento do sector empresarial (construído com base em informação das contas nacionais), a poupança bruta do sector representou mais de metade da respectiva FBCF total em 1991, valor sensivelmente idêntico ao do ano anterior (ver gráfico III.4). Esta estimativa parece ser corroborada pelos dados do Inquérito de Conjuntura ao Investimento (INE).



A evolução do investimento foi claramente diferenciada ao longo do ano. Nos primeiros meses do ano, ter-se-à registado algum impacto negativo sobre as expectativas dos agentes investidores, resultante da crise do Golfo. Seguidamente, a generalidade dos indicadores aponta para uma retoma apreciável, a partir do segundo trimestre, que traduzirá a concretização de decisões de investimento eventualmente adiadas durante o período anterior e uma melhoria de perspectivas. Esta recuperação inverteu-se porém no final de 1991, possivelmente sob o efeito duma moderação das perspectivas de vendas no mercado interno e externo, resultando, no conjunto, uma média anual relativamente baixa.

Os resultados dos Inquéritos ao Investimento de Abril e Outubro de 1991 tendem a confirmar a análise feita acima. Na verdade, de acordo com estes inquéritos, o nível das taxas de juro e a moderação das perspectivas de vendas, relacionada, em parte, com a desaceleração da economia internacional, foram, uma vez mais, referidos pelas empresas como os principais obstáculos ao investimento.

Por ramos de actividade os resultados do Inquérito ao Investimento apontam para um comportamento particularmente desfavorável na indústria transformadora. Os serviços voltaram a apresentar maior contribuição para o crescimento global, destacando-se o comportamento do sector financeiro. Neste domínio é de assinalar a participação importante do investimento estrangeiro.

Dos investimentos realizados cerca de 50 por cento continuaram a ser orientados para a extensão da capacidade produtiva. É de salientar o aumento do investimento de racionalização (14 por cento), para cuja evolução contribuiu principalmente a indústria transformadora e o subsector do comércio, restaurantes e hotéis.

A decomposição da FBCF por tipos de bens revela que a desaceleração notória desta componente da procura interna se deveu fundamentalmente à FBCF em equipamento, por natureza de maior volatilidade. Este resultado foi condicionado pela evolução desfavorável

no primeiro trimestre, que foi apenas parcialmente compensada pela recuperação observada no período central do ano, mas que de novo se inverteu no final de 1991. A FBCF em equipamento registou, em termos reais, uma subida de apenas 1.1 por cento em relação ao ano anterior. Esta evolução foi particularmente induzida pela forte desaceleração da FBCF em máquinas, principalmente as não eléctricas. Por seu turno, o investimento em material de transporte terá registado uma ligeira quebra, tendo dado também uma contribuição elevada para a desaceleração do investimento em equipamento. Os indicadores disponíveis, nomeadamente as vendas de veículos comerciais, evidenciam a evolução apontada.

O investimento em construção, que tem normalmente maior inércia, foi a componente mais dinâmica em 1991, com um acréscimo de 4.5 por cento em termos reais, próximo do observado no ano anterior (5.3 por cento). As vendas de cimento, utilizadas como indicador do investimento em construção, apresentaram uma trajectória ascendente até ao terceiro trimestre, registando uma inflexão no conjunto do último trimestre.

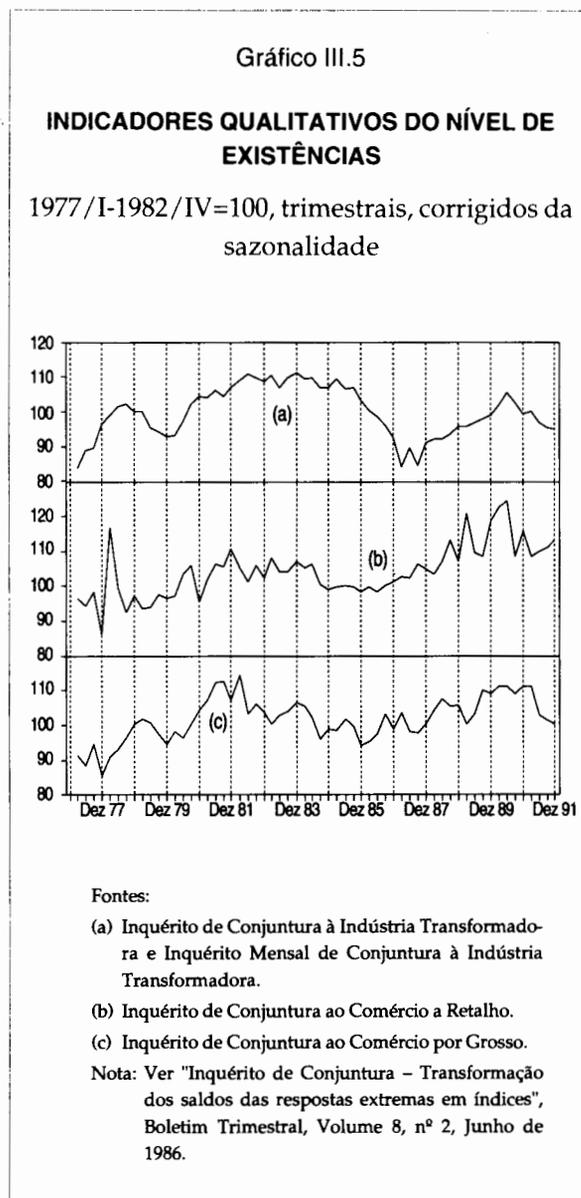
A evolução positiva do sector da construção em 1991 continuou a dever-se largamente ao dinamismo do mercado das obras públicas, reflectindo em parte o efeito desfasado das obras adjudicadas. Uma parte importante das obras concluídas em 1991 foi constituída por auto-estradas e outras vias de comunicação, cujo financiamento tem sido participado pelo FEDER.

O investimento em habitação, por seu lado, terá registado uma evolução desfavorável, não parecendo que a abolição das recomendações à expansão do crédito no início de 1991 tenha tido um efeito sensível neste domínio.

A evolução decrescente até Setembro do número de licenças para construção, mais vinculada no segmento da habitação, deverá vir a reflectir-se numa diminuição da oferta de construções novas nos próximos períodos.

O investimento em existências registou uma quebra, associada à redução do *stock* de ramas petrolíferas e de outras matérias-primas

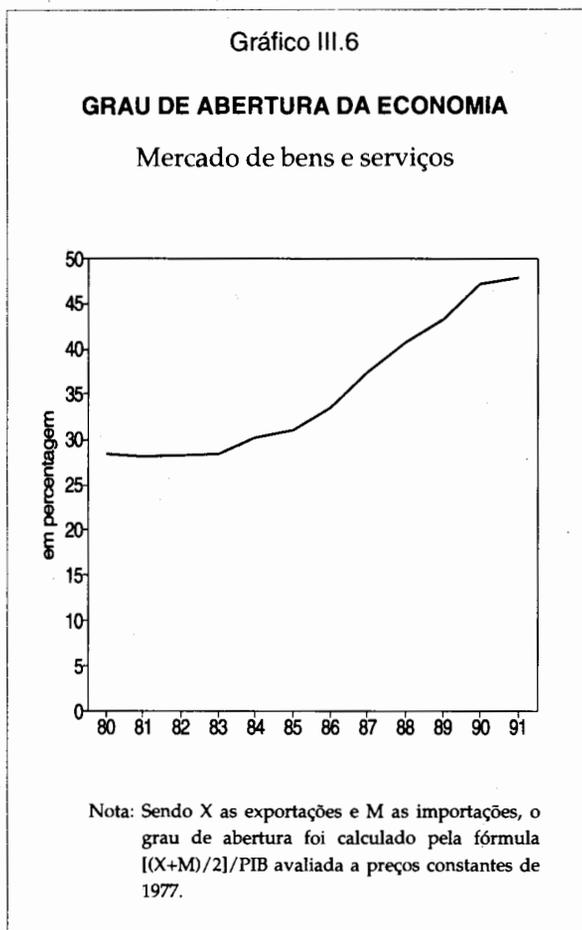
para níveis normais, após o aumento de aprovisionamento de segurança durante a crise do Golfo (gráfico III.5).



## 2.4 Exportações e importações

Em 1991, no contexto duma sensível desaceleração do comércio internacional, verificou-se um considerável abrandamento das trocas comerciais realizadas por Portugal, com particular destaque para as exportações. Esta situação, que deverá ser enquadrada no

abrandamento de actividade na generalidade dos países da OCDE, não interrompeu o processo de integração da economia portuguesa, particularmente dinamizado desde a adesão à CEE, registando-se, mais uma vez, um aumento do grau de abertura do mercado de bens e serviços (gráfico III.6) e da taxa de penetração das importações (gráfico III.7).

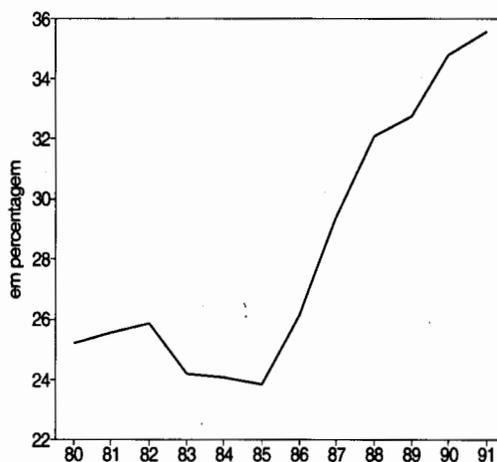


Reflectindo a manutenção do maior crescimento económico em Portugal face aos principais parceiros comerciais, as importações, apesar de abrandarem, revelaram maior dinamismo do que as exportações, reforçando-se ligeiramente a contribuição negativa da procura externa líquida para o aumento do PIB (-2.1 pontos percentuais, contra -1.8 em 1990). Os preços das exportações e das importações registaram uma variação virtualmente nula em 1991. O gráfico III.8 considera o impacto no PIB provocado pela variação dos termos de

**Gráfico III.7**

**TAXA DE PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES**

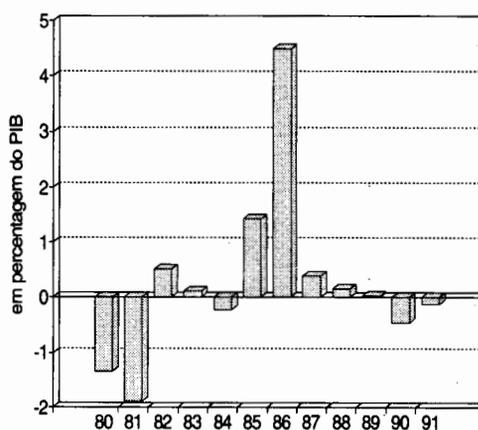
A preços constantes de 1977  
(Bens e serviços)



**Gráfico III.8**

**GANHOS E PERDAS DOS TERMOS DE TROCA**

(Bens e serviços)



Quadro III.4

**EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO**

Evolução em volume por grandes categorias económicas

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%) 1990	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
Exportações .....	(100.0)	16.5	12.2	1.8
(preço) .....		8.0	4.2	-0.1
Exportações de mercadorias .....	(75.0)	19.8	12.0	1.2
(preço) .....		6.3	3.5	-0.3
das quais:				
Bens de consumo .....	(36.8)	19.3	12.7	2.1
Bens de equipamento ..	(11.0)	34.9	10.5	-2.1
Combustíveis .....	(2.3)	46.0	8.9	-19.5
Bens intermédios .....	(24.9)	12.9	12.2	3.7
Importações .....	(100.0)	8.7	14.0	6.1
(preço) .....		7.9	5.3	0.2
Importações de mercadorias .....	(85.0)	8.3	15.6	6.8
(preço) .....		7.8	3.4	-0.9
das quais:				
Bens de consumo .....	(16.7)	7.2	26.3	20.2
Bens de equipamento ..	(22.4)	8.9	11.7	0.8
Combustíveis .....	(8.0)	22.4	6.6	-2.6
Bens intermédios .....	(27.8)	5.3	16.1	6.4

Fonte: Direcção-Geral do Comércio Externo e Banco de Portugal, com base em estatísticas do INE.

troca – preço relativo das exportações face às importações –, evidenciando que os preços internacionais não têm afectado significativamente o crescimento da economia portuguesa desde 1987.

Em 1991, as exportações de bens e serviços, que foram um dos principais motores do crescimento económico dos últimos anos, registaram uma profunda desaceleração, averbando uma taxa de variação real de 1.8 por cento (12.2 por cento em 1990). No entanto, esta desaceleração deverá ser amenizada pela tendência de recuperação evidenciada ao longo do ano, a qual se terá acentuado no início de 1992 de acordo com os primeiros valores disponíveis. Através da análise das taxas de variação homóloga, constata-se que as exportações de mercadorias, após diminuírem no primeiro semestre, registaram um aumento de quase 5 por cento no semestre seguinte.

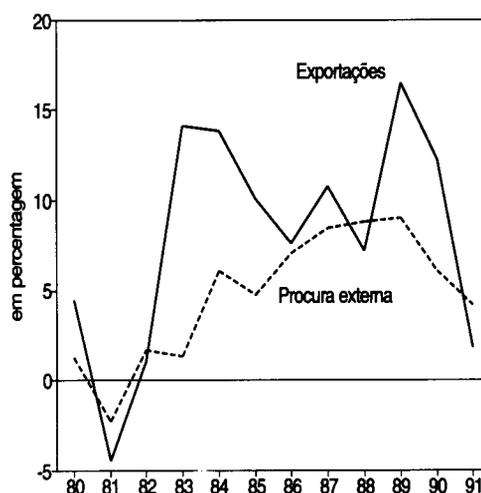
A desaceleração das exportações em 1991 foi fortemente influenciada pela ocorrência de choques de natureza temporária em alguns mercados de destino. Foi o caso, nomeadamente, dos produtos energéticos, cuja procura internacional registou um amplo abrandamento devido à criação de *stocks* de segurança no final de 1990 em virtude da incerteza associada aos impactos da guerra do Golfo; excluindo estes produtos, as exportações de bens e serviços cresceram 2.4 por cento; os mercados internacionais de pasta de papel e de material de transporte atrevessaram também situações recessivas em 1991, com reflexo notório sobre as correspondentes exportações portuguesas.

De uma forma mais geral, como se pode verificar no gráfico III.9, o abrandamento das exportações em 1991 esteve intimamente associado a uma desaceleração dos mercados in-

Gráfico III.9

**EXPORTAÇÕES E PROCURA EXTERNA**

Taxas de crescimento em volume  
(Bens e serviços)



Nota: A procura externa resulta da média das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Como ponderadores utilizaram-se os pesos de cada um dos mercados nas exportações portuguesas de mercadorias de 1990.

ternacionais de destino, cujo crescimento se limitou a 4.2 por cento, contra 8 por cento (em termos médios) durante os três anos anteriores. As influências da procura externa nas exportações de mercadorias, que cresceram em volume apenas 1.2 por cento, são reforçadas quando se analisa a distribuição geográfica das nossas vendas ao exterior: as exportações para os EUA, EFTA, Reino Unido e França, zonas que registaram uma estagnação da actividade económica, foram as mais afectadas, enquanto, por contraste, as vendas para os mercados alemão e espanhol continuaram com elevado dinamismo.

Ainda que a procura externa surja como a principal responsável para a desaceleração das exportações, é de admitir a existência de outros factores explicativos, embora neste caso existam algumas dúvidas quanto ao poder explicativo dos indicadores utilizados.

Em 1991, verificou-se uma ligeira perda de quotas em volume no mercado externo de aproximadamente 2.3 por cento (diferença de crescimento entre a procura externa e as exportações). Este valor, no entanto, não deve ser tomado isoladamente, mas sim integrado numa perspectiva mais longa. O gráfico III.10 ilustra este aspecto, mostrando que a perda de

quotas no mercado externo em 1991 não foi de modo algum susceptível de anular os ganhos dos anos anteriores. Como o gráfico mostra, as quotas no mercado externo das exportações portuguesas aumentaram cerca de 36 por cento desde o início da década de oitenta.

Um factor explicativo fundamental da ligeira retracção das quotas no mercado externo deverá ter consistido no maior dinamismo da procura interna (gráficos III.11 e III.12), que terá presumivelmente afectado a procura dos diversos tipos de bens, incluindo os exportáveis, induzindo um desvio destes para o mercado doméstico. Este efeito-rendimento do lado da procura poderá ter sido reforçado por um efeito de substituição no consumo que é sugerido pelo aumento do preço relativo dos bens não transaccionáveis face aos bens transaccionáveis (gráfico III.13) e do preço destes últimos em relação ao deflator das exportações. Para além de constituir um factor determinante na explicação da evolução das quotas de mercado no conjunto do ano, a influência da procura interna sobre as exportações poderá contribuir também para explicar a recuperação desta variável desde meados de 1991, quando a procura interna começou a registar alguns sinais de abrandamento.

No lado da oferta, a subida do preço relativo dos bens não transaccionáveis face aos transaccionáveis (termos de troca internos) verificada nos últimos anos sugere que se poderá estar a verificar um incentivo ao desvio de recursos para a produção de bens incluídos no primeiro sector, o qual poderá ter tido algum reflexo nos diferentes crescimentos sectoriais em 1991. Nesta hipótese, a evolução da taxa de câmbio real avaliada a partir dos IPC-relativos entre Portugal e o exterior indicaria a importância destes estímulos de substituição na oferta e na procura: a apreciação real do escudo medida por este indicador (gráfico III.14), indicaria, assim, que estes incentivos estarão a ser mais acentuados em Portugal do que no exterior.

A análise feita no parágrafo anterior deverá, contudo, ser sujeita a reservas. Com efeito, a redução do preço relativo dos bens transac-

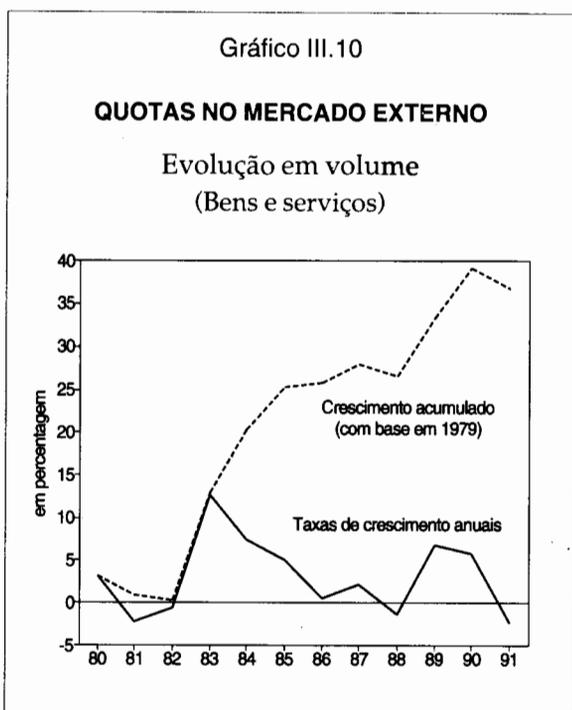
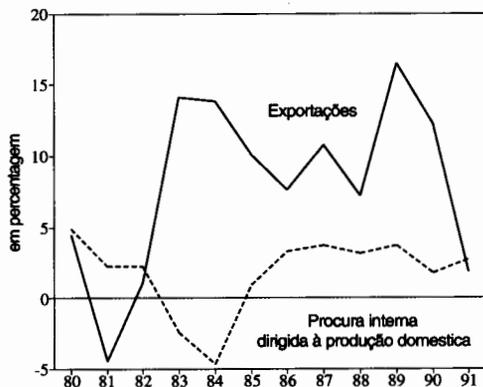


Gráfico III.11

**EXPORTAÇÕES E PROCURA INTERNA**

Taxas de crescimento em volume  
(Bens e serviços)

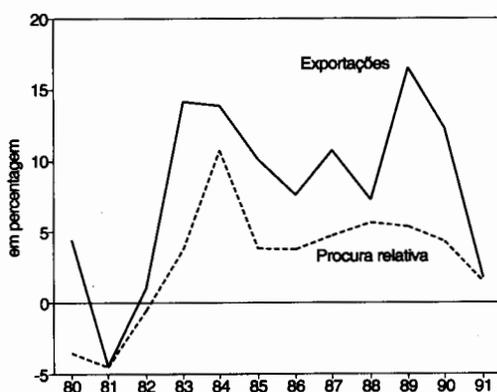


Nota: Sendo A a procura interna, M as importações e  $X_m$  a componente importada das exportações, o indicador da procura interna dirigida aos bens exportáveis é  $A - (M - X_m)$ . Para cálculo da componente importada das exportações utilizaram-se valores da matriz *input-output*: de 1980 a 1984 - valores de 1980; de 1985 a 1988 - valores de 1985; desde 1989 - valores de 1989.

Gráfico III.12

**EXPORTAÇÕES E PROCURA RELATIVA**

Taxas de crescimento em volume  
(Bens e serviços)

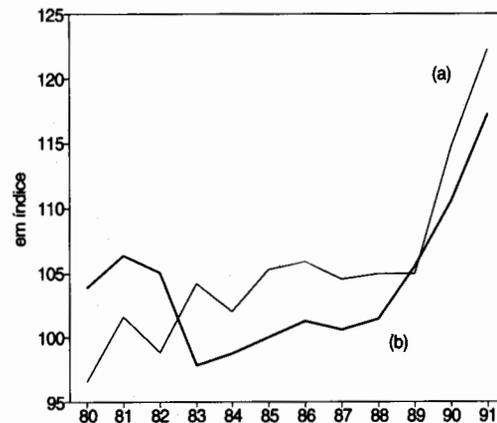


Nota: A procura relativa resulta do rácio entre a procura externa e a procura interna dirigida a bens de origem doméstica.

Gráfico III.13

**ÍNDICES DE PREÇOS RELATIVOS**

Base: 1985=100



Fonte: Com base em valores do EUROSTAT e do INE.

Notas:

(a) Preço dos bens não transaccionáveis/preço dos bens transaccionáveis.

(b) IPC - relativo.

Uma redução (aumento) dos índices corresponde a uma melhoria (deterioração) da competitividade externa.

cionáveis em Portugal estará em parte relacionada com um presumível embaratecimento relativo do factor capital, utilizado mais abundantemente neste sector do que no dos bens e serviços não transaccionáveis. Neste caso, a apreciação real do escudo não estaria a afectar a competitividade das exportações portuguesas, mas reflectiria o facto da evolução do preço relativo dos factores que tem vindo a ocorrer no nosso País não se estar a verificar, pelo menos na mesma escala, nos nossos principais parceiros comerciais. De facto, os enormes fluxos de capitais estáveis provenientes do exterior ao longo dos últimos anos, em conjugação com o maior dinamismo do investimento em Portugal, deverão estar a atenuar as diferenças iniciais de abundância relativa de factores entre Portugal e o exterior.

É de admitir que se tenha verificado uma deterioração da lucratividade (por unidade produzida) das empresas exportadoras, as quais, em 1991, não terão conseguido compen-

sar o diferencial entre a evolução dos custos salariais e dos preços de venda através do aumento da produtividade. Com efeito, como se constata da leitura do gráfico III.14, o deflator das exportações manteve-se praticamente inalterado em relação a 1990 como reflexo do abrandamento da procura nos mercados internacionais, enquanto os Custos de Trabalho por Unidade Produzida (CTUP) aumentaram 15.6 por cento no conjunto do sector privado. A análise deste indicador sintético de competitividade deve, no entanto, ser feita também com muita precaução, na medida em que ele não leva em conta a evolução doutros elementos que afectam a lucratividade; é o caso dos custos não-salariais que deverão ter tido uma evolução favorável devido, nomeadamente, à diminuição do preço das importações de bens intermédios e combustíveis num contexto de aumento da componente importada das exportações (a qual deverá ascender a valores próximos dos 40 por cento). Além disso, trata-se de um indicador agregado, que não considera a evolução diferenciada da produ-

vidade nos diferentes sectores (transaccionáveis *versus* não transaccionáveis) e que, por conseguinte, tenderá a sobre-estimar a deterioração da lucratividade por unidade produzida no sector dos transaccionáveis, na hipótese, plausível, de a produtividade deste sector estar a crescer acima da média do sector privado.

De qualquer modo, a continuação da apreciação do escudo em termos reais, sugerida por todos os indicadores, não deverá pôr em causa o prosseguimento da necessária orientação anti-inflacionista da política cambial, a qual deverá continuar a não acomodar o diferencial entre as taxas de inflação interna e externa. Por outras palavras, a apreciação real do escudo e a deterioração da competitividade externa das exportações só podem ser travadas de forma duradoura e saudável por um esforço adicional de aumento da produtividade e de forte contenção dos custos, pois, caso contrário, as empresas menos eficientes não deixarão de ser penalizadas pela acrescida concorrência externa.

As importações de bens e serviços desaceleraram significativamente, registando um crescimento real de 6.1 por cento em 1991 (14 por cento em 1990). Este abrandamento das compras ao exterior está amplamente relacionado com o andamento da procura interna: as importações de mercadorias com maior dinamismo foram as destinadas ao consumo (aumento de 20.2 por cento), isto é, a rubrica da procura interna com maior crescimento; em termos intra-anuais, as importações acompanharam os indicadores de evolução da procura interna, tanto na recuperação do segundo e terceiro trimestre – motivada pelo reajustamento de expectativas após a Guerra do Golfo –, como na desaceleração verificada na fase final do ano.

Os preços das importações de bens e serviços registaram uma evolução favorável em 1991, atingindo um crescimento de apenas 0.2 por cento. O deflator das importações de bens de consumo aumentou 2.6 por cento, contribuindo directamente para a desaceleração dos preços dos bens transaccionáveis no consumo.



Os preços das importações de bens de equipamento, de bens intermédios e de combustíveis diminuíram em relação a 1990, permitindo atenuar o crescimento dos custos salariais. Neste contexto, o aumento da taxa de penetração das importações, corolário da crescente internacionalização da economia portuguesa, poderá continuar a contribuir para o processo de desinflação em curso, ao mesmo tempo que tenderá a permitir o aumento da competitividade externa do sector exportador, cuja componente importada aumentou nos últimos anos.

### 3. Produção

O produto interno bruto cresceu 2.5 por cento, em termos reais, em 1991, desacelerando 1.7 pontos percentuais em relação ao ano anterior (ver quadro III.5). O abrandamento

verificado deveu-se, sobretudo, à desaceleração no crescimento da indústria, cujo valor acrescentado bruto se estima ter virtualmente estagnado (5.3 por cento em 1990). O valor acrescentado bruto do sector primário, por seu lado, terá registado novo decréscimo, em volume, de 0.5 por cento (-1.7 por cento em 1990). O sector dos serviços continuou a ser o sector mais dinâmico na economia, devendo ter crescido 5.1 por cento (5.6 por cento em 1990), representando já quase 60 por cento do total do PIB. O subsector financeiro (bancos e IFNM) foi o que mais contribuiu para este ritmo de crescimento. No sector da electricidade, gás e água, estima-se alguma desaceleração, devendo o valor acrescentado bruto ter crescido 3.0 por cento (10.0 por cento em 1990). Para o sector da construção estima-se um crescimento real do valor acrescentado bruto de 4.5 por cento (5.0 por cento em 1990), sustentado em particular pelo comportamento das obras públicas.

Quadro III.5

## PRODUTO INTERNO BRUTO

### Preços de mercado

Milhões de contos

	1987	1988			1989	1990	1991	
	Preços correntes	Preços de 1987	t.c.v.	t.c.p	Preços correntes	t.c.v.	t.c.v.	
Agricultura, silvicultura, pesca .....	379.0	335.5	-11.5	8.8	365.1	12.5	-1.7	-0.5
Indústria .....	1455.3	1490.3	2.4	10.3	1643.7	5.7	5.3	0.0
Electricidade, gás, água .....	168.1	189.4	12.7	11.5	211.2	2.5	10.0	3.0
Construção .....	296.5	328.8	10.9	12.1	368.5	4.8	5.0	4.5
Serviços .....	2768.5	2889.7	4.4	12.7	3256.9	5.5	5.6	5.1
-Serviços bancários imputados .....	305.8	324.9	6.2	17.8	382.6	-	-	-
Impostos ligados à importação .....	-	-	-	-	-	-	-	-
IVA .....	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PRODUTO INTERNO BRUTO .....</b>	<b>5174.7</b>	<b>5382.3</b>	<b>4.0</b>	<b>11.5</b>	<b>6002.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.5</b>

Fonte: INE, 1986-1988. Banco de Portugal, 1989-1991.

Notas:

t.c.v.: taxa de crescimento em volume.

t.c.p.: taxa de crescimento dos preços.

### 3.1 Agricultura, silvicultura e pesca

Em 1991, estima-se um decréscimo de 0.5 por cento para o valor acrescentado bruto do sector primário (-1.7 por cento em 1990). A ligeira quebra verificada está associada à contribuição negativa da produção vegetal, não obstante se ter assistido a algum crescimento da produção animal. A produção de cereais poderá ter experimentado uma ligeira quebra, apesar do crescimento da produção de trigo. O vinho terá apresentado uma quebra face ao ano anterior (em parte relacionada com os elevados crescimentos verificados em 1990 e em 1989), apresentando, contudo, forte crescimento face ao quinquénio 1986/1990. Por último, refira-se que 1991 foi caracterizado por tempo

bastante seco, não permitindo um crescimento mais forte da produção agrícola.

Quanto ao sector das pescas, estima-se uma contribuição positiva para o valor acrescentado bruto do sector primário, tendo o total do pescado desembarcado no Continente aumentado, em volume, cerca de 1.8 por cento.

### 3.2 Indústria

Em 1991, o valor acrescentado bruto da indústria terá virtualmente estagnado (5.3 por cento em 1990).

Quadro III.6

#### ÍNDICES DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Taxas de variação homólogas em percentagem a partir de índices corrigidos dos dias úteis

	Pesos (%)	1987	1988	1989	1990	1990		1990				1991		
						Jan-Set	Jan-Set	I	II	III	IV	I	II	III
ÍNDICE GERAL .....	(100.0)	4.4	3.8	6.7	9.0	9.3	1.2	8.2	8.8	11.1	8.2	4.9	-0.6	-0.6
Indústrias transformadoras														
-total: .....	(89.1)	5.2	2.8	2.7	5.7	6.3	-0.4	6.2	6.8	5.7	4.1	1.6	-1.2	-1.7
Alimentação, bebidas e tabaco ..	(11.8)	8.5	5.4	5.5	6.0	8.2	3.0	10.0	10.1	5.1	-0.3	2.3	4.4	2.4
Têxteis e curtumes .....	(15.7)	2.8	-4.2	0.2	6.0	6.1	-0.8	5.4	6.4	6.5	6.0	0.2	-0.9	-2.0
Vestuário e calçado .....	(4.5)	-7.7	-2.6	2.4	8.7	11.0	2.0	13.7	6.9	13.1	2.7	3.9	-0.8	3.0
Madeira e cortiça .....	(5.3)	5.5	0.6	-4.2	-4.5	-6.8	12.3	-10.0	-9.3	1.2	2.0	9.3	15.2	12.5
Papel .....	(4.6)	3.5	1.2	3.4	1.3	0.4	12.7	1.2	8.8	-9.3	4.0	11.1	4.1	25.6
Químicas e conexas .....	(14.4)	5.6	2.5	4.6	6.2	5.7	-12.0	7.3	6.5	2.8	7.9	-4.3	-13.6	-19.3
Minerais não metálicos .....	(7.8)	12.7	8.9	5.1	7.4	6.0	0.1	7.6	5.3	5.1	11.8	1.4	-0.3	-0.8
Metalúrgicas de base .....	(3.5)	4.3	7.4	3.9	-1.8	-0.7	-15.6	-2.3	-1.6	2.5	-5.4	-16.1	-12.9	-18.4
Produtos metálicos .....	(6.0)	12.0	2.6	2.6	8.8	11.8	1.2	7.0	16.2	11.9	1.2	5.9	3.2	-5.9
Máquinas não eléctricas .....	(2.9)	5.5	2.2	-0.5	7.6	8.2	-11.5	6.9	7.4	10.7	5.9	-9.0	-11.8	-13.8
Máquinas e material eléctrico ..	(5.3)	4.7	11.9	6.6	11.4	15.2	6.1	11.0	15.0	20.7	2.3	9.5	4.5	4.2
Máquinas eléctricas .....	(4.1)	2.7	12.8	9.6	9.5	13.3	6.6	8.4	12.6	20.1	0.4	9.7	6.6	3.5
Material e aparelhos eléctricos .....	(1.2)	15.1	11.7	-1.1	17.2	20.9	4.9	19.4	22.7	20.6	8.4	9.1	-1.4	8.2
Material de transporte .....	(7.3)	4.1	5.7	-5.5	-1.6	-2.5	-0.7	-2.6	-6.6	3.3	1.2	3.2	-2.5	-3.1
Indústrias extractivas .....	(2.5)	-12.1	9.6	149.6	78.0	77.3	16.9	47.5	59.4	123.1	79.6	61.1	3.0	4.4
Electricidade e gás .....	(8.4)	1.1	10.6	15.2	9.6	9.9	4.1	12.2	4.8	13.5	8.8	7.3	1.5	3.1
Bens de consumo .....	(28.0)	4.8	3.4	4.6	6.5	7.6	1.7	8.3	8.3	6.2	3.4	2.0	1.7	1.4
Bens intermédios .....	(58.4)	5.6	2.4	2.5	5.2	5.3	-1.2	5.3	6.4	4.2	4.9	1.4	-2.4	-2.7
Bens de investimento .....	(13.6)	5.1	3.0	-1.7	5.1	6.2	-2.4	4.6	4.8	9.9	2.3	1.5	-3.4	-5.7

Fonte: Com base nos novos índices de produção industrial, base 1985=100, publicados pelo INE.

A desaceleração média anual verificada insere-se num processo de abrandamento progressivo da actividade industrial, iniciado no segundo semestre de 1990, e que terá prosseguido ao longo de 1991. Este andamento é sugerido pelo Índice de Produção Industrial, disponível até Setembro, que apresenta um decréscimo de 0.4 por cento na indústria transformadora nos primeiros nove meses do ano, com uma desaceleração gradual ao longo dos sucessivos trimestres (ver quadro III.6). Este padrão de evolução foi partilhado, em maior ou menor grau, por diversos ramos industriais.

A evolução da indústria deverá estar relacionada com a evolução da envolvente externa geral neste período, acentuada com a crise cíclica em alguns ramos e deverá enquadrar-se no processo de reestruturação que o sector tem vindo a experimentar desde a adesão à CE. Estes aspectos traduziram-se em taxas de crescimento substancialmente diferentes nos diversos ramos industriais (ver quadro III.6). O quadro III.7 procura ilustrar este ponto numa perspectiva mais longa, apresentando

Quadro III.7

**ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA DO VAB  
NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**

	Medida de dispersão <sup>(a)</sup>
1986 .....	4.7
1987 .....	6.0
1988 .....	2.2
1989 .....	6.3
1990 .....	14.0
1981-1985 .....	3.1
1986-1990 .....	5.1

Fonte: Contas Nacionais do INE.

Nota:

(a) Desvio padrão das taxas de crescimento nos diversos ramos da indústria transformadora.

um indicador simplificado de alteração estrutural do sector industrial, a dispersão das taxas de crescimento dos diversos ramos, notando-se uma acentuação significativa deste indicador desde a adesão à CE.

Quadro III.8

**GRAU DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA**

Em percentagem

	1988	1989	1990	1991	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Indústria transformadora-total .....	81	82	81	78	80	83	80	81	78	78	80	77
Alimentação e bebidas .....	75	75	75	72	68	75	81	77	71	71	74	71
Têxteis, vestuário e calçado .....	80	83	83	79	84	84	81	82	79	76	80	80
Madeira e cortiça .....	83	86	80	81	78	80	81	81	82	82	82	77
Papel .....	93	89	90	94	90	92	88	91	93	97	93	92
Químicas e conexas .....	74	76	77	73	76	81	73	78	76	71	70	75
Minerais não metálicos .....	82	83	82	83	79	85	82	83	82	83	84	83
Metalúrgicas de base .....	94	81	80	69	73	83	91	73	63	73	67	71
Produtos metálicos .....	77	76	75	75	74	76	76	74	74	76	78	72
Máquinas não eléctricas .....	83	83	82	83	81	79	81	88	81	83	85	82
Máquinas e material eléctrico .....	85	84	86	79	85	90	87	82	81	79	83	73
Material de transporte .....	88	90	88	83	89	90	86	88	88	88	87	70
Bens de consumo .....	79	80	79	77	77	79	81	80	78	76	78	76
Bens intermédios .....	81	82	81	79	80	84	80	81	78	78	80	78
Bens de investimento .....	84	86	85	81	84	85	83	86	82	83	84	73

Fonte: Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora, INE.

Nota:

(a) Taxas de utilização médias obtidas com base nas taxas trimestrais.

A evolução por tipo de bens foi também diferenciada, segundo o Índice de Produção Industrial que, no período Janeiro/Setembro, indica decréscimos na produção de bens intermédios e bens de investimento, de 1.2 e 2.5 por cento, respectivamente, e um crescimento de 1.7 por cento nos bens de consumo.

O grau de utilização da capacidade produtiva, no conjunto da indústria transformadora, situou-se, em 1991, em 78 por cento, contra 81 por cento em 1990, corroborando a desaceleração do valor acrescentado bruto da indústria (quadro III.8).

### 3.3 Electricidade, gás e água

Estima-se que o valor acrescentado bruto no sector da produção e distribuição de electricidade, gás e água, tenha crescido 3.0 por cento (10.0 por cento em 1990).

A produção de electricidade terá crescido 4.5 por cento, devido à expansão da componente térmica, que representou cerca de 66 por cento do total produzido. O facto de 1991 ter sido seco terá influenciado a estagnação da produção de origem hídrica. O consumo de electricidade, por seu lado, deverá ter aumentado 5.3 por cento.

Em relação à produção e distribuição de gás e de água estima-se um contributo positivo de ambos, para o valor acrescentado bruto do sector.

### 3.4 Construção

Estima-se um crescimento de 4.5 por cento, em termos reais, do valor acrescentado da construção em 1991 (5.0 por cento em 1990).

Este crescimento foi sobretudo sustentado pela elevada expansão do segmento das obras públicas. Em relação ao ano anterior, estima-se uma desaceleração ligeira do valor acrescentado bruto da construção, que deverá estar basicamente relacionada com um comportamento pouco favorável do segmento edifícios.

### 3.5 Serviços

O valor acrescentado bruto no sector dos serviços, em 1991, teve um crescimento, em volume, estimado em 5.1 por cento (5.6 por cento em 1990), continuando, assim, a ser o principal propulsor do crescimento do PIB.

O sector financeiro continuou a ser o mais dinâmico, a que não será alheio o processo de desregulamentação e acentuação da concorrência. Contudo, em relação ao ano anterior (em que o valor acrescentado bruto apresentou um forte crescimento) este sector terá registado alguma desaceleração.

O valor acrescentado bruto do comércio terá tido um comportamento mais favorável, em 1991, do que no ano anterior. No sentido desta evolução apontam alguns indicadores, podendo citar-se o crescimento do emprego no sector, acima do verificado em 1990, e a constituição líquida de empresas. O Inquérito de Conjuntura ao Comércio (por grosso e por retalho) aponta, contudo, 1991 como ano menos favorável que o anterior.

Em relação aos outros serviços estima-se algum abrandamento, continuando, no entanto, a dar um contributo bastante positivo para o sector.

A administração pública apresentou um crescimento, em volume, estimado em 3.5 por cento.

## 4. Mercado de trabalho e repartição do rendimento nacional

### 4.1. Traços gerais

O mercado de trabalho em 1991 caracterizou-se por um acentuar da situação de tensão que se vinha desenhando anteriormente. A taxa de desemprego continuou a descer, situando-se em média anual em 4.1 por cento (que compara com 4.7 por cento no ano anterior) exercendo uma forte pressão para subida dos salários. O emprego (em número de pessoas) continuou a expandir-se, cerca de 3.0 por cento no total e 1.4 por cento por conta de ou-

trem. A taxa de salário nominal por empregado por conta de outrem terá aumentado cerca de 17.7 por cento, quase um ponto percentual acima do ano precedente. Em termos reais a subida ter-se-á cifrado em 5.6 por cento, contra 3.4 por cento em 1990. Esta aceleração foi acompanhada por um ligeiro abrandamento do ritmo de crescimento da produtividade por assalariado, que passou de cerca de 1.2 por cento em 1990 para 1.1 por cento em 1991. É provável, no entanto, que o crescimento da produtividade horária tenha sido ligeiramente superior, uma vez que se estima que o número total de horas trabalhadas se tenha reduzido; nesta hipótese, também o salário horário terá tido um crescimento maior que o salário por pessoa.

O "crescendo" de tensão no mercado de trabalho é notório quando se comparam os resultados dos últimos dois ou três anos com os dos anos anteriores desde o início da retoma da economia, em 1985 (ver quadro III.9). Com efeito, entre 1985 e 1988 a taxa de desemprego registou uma queda notável, de 8.5 por cento para 5.7 por cento, que foi acompanhada por uma desaceleração progressiva dos salários nominais; este fenómeno ter-se-á esgotado, contudo, em 1988/89, e desde então aos decréscimos adicionais da taxa de desemprego, para 4.1 por cento em 1991, têm estado associadas acelerações sucessivas dos salários nominais. O gráfico III.15 ilustra esta evolução, sugerindo que a "curva de Phillips" simples de curto prazo, que relaciona o crescimento dos salários nominais e a taxa de desemprego, se terá deslocado para a esquerda até 1988, estabilizando desde então. A deslocação da curva no sentido indicado é consistente com uma quebra das expectativas inflacionistas no mercado de trabalho, e a paragem dessa deslocação desde 1988 mostra claramente as dificuldades registadas neste domínio nos anos mais recentes. Em termos prospectivos, esta situação mostra como é importante, neste momento, conseguir ganhos de credibilidade no mercado de trabalho e retomar o processo de quebra das expectativas inflacionistas neste mercado, de forma a prosseguir a imprescin-

Quadro III.9

**SÍNTESE DE INDICADORES  
DO MERCADO DE TRABALHO**

	Remunerações reais <sup>(b)</sup> (t.v.h)	Remunerações nominais <sup>(a)</sup> (t.v.h.)	Taxa de desemprego (c)	Emprego total (t.v.h)	Emprego por conta de outrem (t.v.h)
1985 .....	1.3	21.0	8.5	-0.5	-0.2
1986 .....	3.7	18.2	8.4	0.2	1.6
1987 .....	5.4	16.2	7.1	2.6	2.2
1988 .....	0.1	9.8	5.7	2.6	4.3
1989 .....	-0.4	12.6	5.0	2.2	3.5
1990 .....	3.4	17.3	4.7	2.3	2.9
1991 .....	5.6	17.7	4.1	3.0	1.4
1985-1989 .	2.0	15.5	6.9	1.4	2.3
1990-1991 .	4.5	17.5	4.4	2.6	2.2

Fonte: Banco de Portugal, com base nas Contas Nacionais e Inquérito ao Emprego do INE.

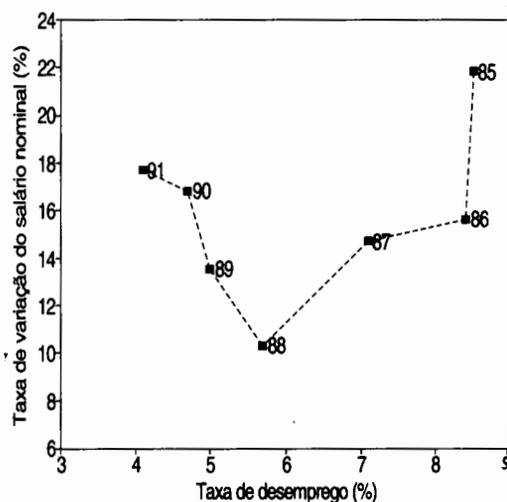
Notas:

- (a) Incluindo os valores das tabelas salariais e benefícios complementares e contribuições para a Segurança Social.
- (b) Remunerações em termos nominais, deflacionadas pelo deflador do Consumo Privado.
- (c) Abrange os desempregados que fizeram diligências concretas para obter emprego no período de quatro semanas anteriores ao inquérito.

t.v.h.: taxa de variação homóloga.

Gráfico III.15

**EVOLUÇÃO REMUNERAÇÕES NOMINAIS vs  
TAXA DE DESEMPREGO**



## SALÁRIO MÍNIMO NACIONAL

	1989		1990		1991		1992		
	Valor (esc.) Ano <sup>(a)</sup>	Valor (esc.)	Taxa de variação nominal (%)	Taxa de variação real (%)	Valor (esc.)	Taxa de variação nominal (%)	Taxa de variação real (%)	Valor (esc.)	Taxa de variação nominal (%)
Agricultura, silvicultura e pesca .....	29200	34500	18.2	4.2	40100	16.2	4.3	44500	11.0
Serviço doméstico .....	23200	28000	20.7	6.4	33500	19.6	7.4	38000	13.4
Outras actividades .....	30750	35000	13.8	0.4	40100	14.6	2.8	44500	11.0

Fonte: *Diário da República* (Dec.-Lei nº 494/88, Dec.-Lei nº 242/89, Dec.-Lei nº 41/90 e Dec.-Lei nº 14-B/91 e Dec.-Lei nº 50/92).

Nota:

(a) Média dos valores semestrais.

dível desinflação da economia com custos mínimos em termos de desemprego.

Em 1991, a actualização do salário mínimo nacional foi de 16.2, 19.6 e 14.6 por cento para a "agricultura, silvicultura e pesca", "serviço doméstico" e "outras actividades", respectivamente (ver quadro III.10). Para 1992 foi definido um aumento de cerca de 11 por cento no salário mínimo. Por outro lado, para este ano foi recomendado no Conselho Permanente de Concertação Social um crescimento médio ponderado de 9.75 por cento na tabela salarial da contratação colectiva, com um abrandamento progressivo ao longo do ano (10.75 por cento, 9.75 por cento e 8.50 por cento, respectivamente, para o primeiro, segundo e terceiro quadrimestres).

#### 4.2. Salários

Estima-se que a taxa de salário nominal por pessoa (remuneração total incluindo os valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições para a segurança social) tenha crescido 17.7 por cento em 1991, o que representa uma aceleração de cerca de meio ponto percentual em relação ao ano anterior. Esta evolução insere-se numa aceleração progressiva dos salários nominais desde 1988, patente no quadro III.9 e gráfico III.15,

reflectindo o aperto crescente do mercado de trabalho e a dificuldade em conseguir inflectir as expectativas inflacionistas neste domínio.

A persistência das expectativas inflacionistas no mercado de trabalho poderá também contribuir para explicar, nalguns dos seus segmentos, as elevadas subidas de salários reais observadas em 1991, numa situação de queda do ritmo de crescimento da produtividade por trabalhador. Com efeito, é possível que os aumentos salariais negociados no início de 1991 se baseassem em expectativas de inflação da parte de empregadores e empregados, alimentadas pela aceleração contínua dos preços desde 1988, superiores à inflação que acabou por se verificar. Nesta hipótese, ter-se-á registado nalguns sectores uma "desinflação surpresa" em 1991 que, numa situação de aumentos salariais nominais já contratados, terá conduzido a uma subida da taxa salarial real superior à inicialmente esperada. Poder-se-ia esperar que esta situação induzisse um aumento do desemprego; isto não se verificou para o conjunto da economia, em média, em 1991, mas há claras indicações de que se verificaram alguns desenvolvimentos neste sentido na parte final do ano, precisamente quando a desinflação se acentuou. Estas indicações referem-se designadamente aos sectores mais expostos à concorrência externa, sendo exemplo a redução

do emprego por conta de outrem no conjunto da indústria transformadora e, em particular, no subsector dos têxteis. A importância de quebrar as expectativas inflacionistas torna-se particularmente flagrante neste domínio, dada a política cambial de não-acomodação dos desvios salariais (corrigidos da evolução da produtividade relativa) em relação aos nossos principais parceiros comerciais.

Mais genericamente, a aceleração dos salários reais nos últimos anos (5.6 por cento em 1991 e cerca de 4.5 por cento em média, no biénio 1990/91 contra 2.0 por cento no período 1985/89) reflecte a aproximação a uma situação de virtual pleno emprego da mão-de-obra. O quadro III.11 pretende ilustrar este facto, utilizando como indicadores a elasticidade dos salários reais em relação ao número de pessoas empregadas por conta de outrem e a semi-elasticidade em relação à taxa de desemprego. O aumento claro dos valores destes indicadores do período 1985/89 para 1990/91 sugere uma acentuação do declive da curva de oferta de trabalho que pode indiciar aquela aproximação.

A evolução dos salários médios na economia nos últimos anos tem sido marcada por uma diferença notória entre o sector privado e

o sector público. O quadro III.12 ilustra essa distinção, realçando o forte crescimento do salário nominal e real no sector público na sequência da introdução do Novo Sistema Retributivo em Outubro de 1989. No sector privado, a evolução salarial foi menos acentuada do que a referida acima para a média da economia, mas acompanha as inflexões desta em termos nominais e reais.

Quadro III.11

**FLEXIBILIDADE DO SALÁRIO REAL**

	Elasticidade média salário real emprego por conta de outrem <sup>(a)</sup>	Semielasticidade média salário real variação na taxa de desemprego <sup>(b)</sup>
1985-1989 .....	0.759	-0.005
1990-1991 .....	1.995	-0.072

Fonte: Banco de Portugal.

Notas:

- (a) Rácio do crescimento médio do salário real e do crescimento médio do emprego por conta de outrem.
- (b) Rácio do crescimento médio do salário real e da variação da taxa de desemprego.

Quadro III.12

**EVOLUÇÃO DO SALÁRIO NOMINAL E REAL  
NO SECTOR PÚBLICO E NO SECTOR PRIVADO**

Taxas de variação

	Salário nominal <sup>(a)</sup>		Salário real	
	Sector privado	Sector público <sup>(b)</sup>	Sector privado	Sector público
1985 .....	20.3	26.8	0.7	6.2
1986 .....	15.8	14.1	1.5	0.1
1987 .....	14.6	15.7	3.9	4.9
1988 .....	8.1	16.6	-1.4	6.3
1989 .....	12.1	15.7	-0.8	2.4
1990 .....	14.1	23.7	0.6	9.1
1991 .....	15.4	20.8	3.6	8.5
1985-1989 .....	14.1	17.7	0.8	4.0
1990-1991 .....	14.7	22.3	2.1	8.8

Fonte: Banco de Portugal, com base nas Contas Nacionais e no Inquérito ao Emprego do INE.

Notas:

- (a) Incluindo os valores das tabelas salariais e benefícios complementares.
- (b) A tabela salarial da Função Pública foi revista em Outubro de 1989, aquando da entrada em vigor do Novo Sistema Retributivo. Os valores apresentados incluem além da actualização da tabela salarial os ajustamentos salariais decorrentes do Novo Sistema Retributivo.  
Em 1991 acresce à actualização salarial o descongelamento de escalões e a implementação da segunda fase do Novo Sistema Retributivo relativo aos docentes do ensino não superior.

Dentro do sector privado, a informação intra-anual e sectorial sobre a contratação colectiva sugere que se terá verificado algum abrandamento na evolução dos salários nominais ao longo do ano, em particular no sector industrial, mais exposto à concorrência externa (ver quadro III.13). É difícil avaliar, contu-

Quadro III.13

**EVOLUÇÃO INTRA-ANUAL DAS  
REMUNERAÇÕES MÉDIAS IMPLÍCITAS NA  
REGULAMENTAÇÃO COLECTIVA DO  
TRABALHO**

Taxas de variação

	Indústria	Serviços	Total (excluindo SPA)
1990 .....	13.4	13.7	13.6
I .....	13.4	13.6	13.6
II .....	14.6	13.2	14.1
III .....	13.7	14.0	13.8
IV .....	11.1	13.0	11.6
1991 .....	14.2	14.3	14.2
I .....	14.7	14.7	14.5
II .....	14.3	13.5	14.1
III .....	13.4	13.5	13.5
IV .....	11.2	12.6	11.6

Fonte: Valores calculados no Banco de Portugal com base em informação da Direcção-Geral do Trabalho sobre a Regulamentação Colectiva de Trabalho. Para metodologia ver Boletim Trimestral do Banco de Portugal, volume 9, número 3.

do, a relevância desse abrandamento, já que um fenómeno semelhante (embora menos acentuado) se verificou em 1990, não impedindo um "salto" no início do ano seguinte, quando teve lugar a maior parte das negociações colectivas.

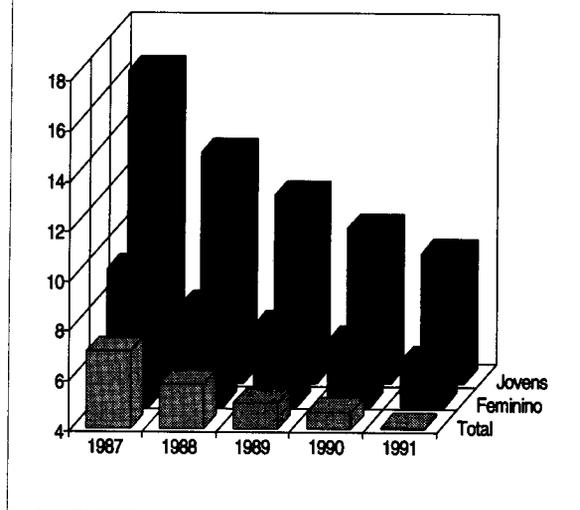
4.3. Desemprego

A continuação da redução da taxa de desemprego em Portugal em 1991 (ver quadro III.9 e gráfico III.16) contrastou com o aumento verificado no conjunto dos nossos principais parceiros económicos, situando-se a taxa nacional neste ano em 4.1 por cento, 3 pontos percentuais abaixo da taxa média da OCDE (7.1 por cento) e quase 5 pontos abaixo da taxa média da CE (8.9 por cento).

Na realidade, parece poder considerar-se que o desemprego actualmente existente em Portugal é basicamente friccional, isto é, resulta fundamentalmente do imperfeito ajusta-

Gráfico III.16

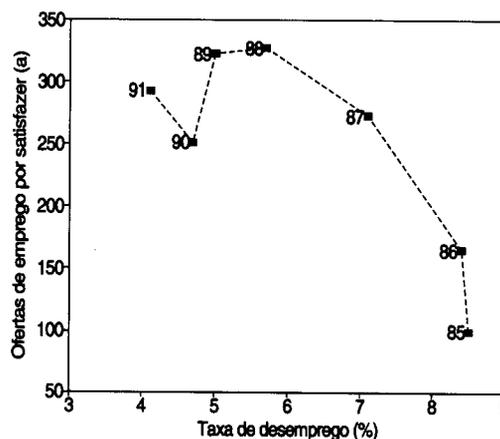
**TAXAS DE DESEMPREGO**  
(Em sentido restrito)



mento entre oferta e procura de trabalho. É possível, aliás, que mesmo este tipo de desemprego se esteja a reduzir. Este ponto é sugerido pelo gráfico III.17, que apresenta a

Gráfico III.17

**CURVA DE BEVERIDGE**



Nota:

(a) Rácio entre o número de ofertas de emprego por satisfazer e a população activa (índice com base 1985=100).

chamada "curva de Beveridge", que relaciona a taxa de desemprego com o número de ofertas de emprego por satisfazer. Uma deslocação desta curva para a esquerda tende a indicar uma melhoria da adequação entre a oferta e a procura de trabalho e, como o gráfico ilustra, uma deslocação deste tipo poderá ter ocorrido na economia nacional no decurso dos últimos anos. No mesmo sentido apontam também os dados relativos à duração média da procura de emprego por desempregados, que tem vindo a reduzir-se quer no que se refere aos desempregados de curta duração, quer nos de longa duração, como mostra o quadro III.14.

Quadro III.14

#### DURAÇÃO MÉDIA DE PROCURA DE EMPREGO

Em meses

	Curta <sup>(a)</sup> duração	Longa <sup>(a)</sup> duração	Por memória: % dos desempregados de longa duração no total do desemprego
1985 .....	5.8	28.6	48.4
1986 .....	5.8	28.0	47.8
1987 .....	5.6	27.6	47.2
1988 .....	5.3	28.0	42.0
1989 .....	5.3	26.8	37.8
1990 .....	5.1	26.8	33.9
1991 .....	5.0	26.1	30.1

Fonte: Banco de Portugal, com base no Inquérito ao Emprego do INE.  
Nota:

(a) Define-se curta duração quando procura emprego há menos de 12 meses, e longa duração quando procura emprego há mais de 12 meses.

A diminuição do desemprego friccional iniciada pelos elementos referidos poderá estar relacionada com os cursos de formação profissional e reciclagem que têm vindo a ser realizados nos últimos anos, bem como com a existência de uma melhor difusão de informação. Em 1991, esta evolução articula-se também com o fenómeno, que se abordará mais adiante, de forte expansão do emprego por

conta própria<sup>(1)</sup> em associação com um significativo aumento da taxa de participação, na medida em que neste tipo de emprego não se verificam, por natureza, as fricções em questão.

Em qualquer caso, a presumível redução do desemprego friccional é particularmente importante pelo facto de estar a ocorrer contra um pano de fundo de alteração estrutural em muitos sectores de actividade a qual, pelo contrário, tende a induzir um aumento deste tipo de desemprego. Esta alteração estrutural parece ser particularmente importante na indústria transformadora, a avaliar por um indicador sintético, apresentado no quadro III.15, que consiste na dispersão das taxas de crescimento do emprego total nos diversos ramos deste

(1) A expressão "emprego por conta própria" é utilizada para abranger o conjunto das classes "Trabalhadores por conta própria com pessoal ao serviço", "Trabalhadores por conta própria sem pessoal ao serviço", "Trabalhadores familiares não remunerados" e "Membros activos de uma cooperativa de produção", do Inquérito ao Emprego do INE.

Quadro III.15

#### ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA DO EMPREGO NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

	Medida de dispersão <sup>(a)</sup>
1987 .....	11.4
1988 .....	4.5
1989 .....	6.2
1990 .....	9.7
1991 .....	15.1

Fonte: Banco de Portugal e Inquérito ao Emprego do INE.

Nota:

(a) Desvio padrão das taxas de crescimento do emprego total nos diversos ramos da indústria transformadora.

sector de actividade. O aumento progressivo deste indicador desde 1988 sugere um processo de alteração estrutural que deverá tender a aumentar o desemprego friccional. Como referido acima, contudo, isto não se verificou até agora, indicando que a economia nacional tem revelado flexibilidade e capacidade de adaptação.

Assinale-se ainda que a redução verificada na taxa de desemprego agregada foi extensiva às taxas referentes às categorias sociais normalmente sujeitas a desemprego mais elevado. Em particular, como mostra o gráfico III.16, a taxa de desemprego feminino baixou de 6.5 por cento para 5.8 por cento e a taxa de desemprego dos jovens diminuiu de 10.2 por cento para 9.2 por cento.

#### 4.4. Emprego

O emprego total (em número de pessoas), por seu lado, registou em 1991 um crescimento de 3.0 por cento, superior às taxas já elevadas registadas no decurso dos últimos anos

(ver quadro III.9). O crescimento observado representa um aumento de cerca de 135 mil empregados, em termos médios anuais, elevando para mais de meio milhão o número líquido de postos de trabalho criados nos últimos cinco anos, à cadência de aproximadamente 100 mil por ano (ver quadro III.16). Nesta evolução recente do emprego há diversos elementos que importa salientar.

Em primeiro lugar, como mostra o quadro III.17, a "origem" do emprego tem vindo a alterar-se significativamente nos últimos anos. Com efeito, após os dois anos iniciais da retoma económica (1985/86), em que o emprego se manteve estável, em 1987 e 1988 verificaram-se significativos aumentos do emprego os quais, como o quadro sugere, ter-se-ão processado essencialmente mediante absorção da população desempregada. Este factor foi contudo perdendo peso nos anos seguintes, à medida que o número de desempregados se foi reduzindo, e os aumentos sucessivos de emprego foram cada vez mais alimentados por uma elevação da taxa de actividade. Para

Quadro III.16

### POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

	1987	1988	1989	1990	1991	1990				1991			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Em milhares:</b>													
População residente total .....	9756	9777	9796	9808	9815	9806	9808	9809	9810	9812	9814	9816	9819
População activa <sup>(a)</sup> .....	4511	4562	4628	4716	4830	4641	4680	4691	4852	4763	4869	4821	4865
Emprego total .....	4191	4299	4395	4496	4631	4395	4487	4477	4625	4555	4694	4621	4653
Emprego por conta de outrem .	2851	2973	3076	3167	3211	3088	3212	3161	3205	3165	3264	3211	3204
População desempregada <sup>(a)</sup> .....	320	262	233	220	199	246	193	214	227	208	175	200	212
<b>Em percentagem:</b>													
<b>Taxa de actividade<sup>(b)</sup></b>													
Total .....	46.2	46.7	47.2	48.1	49.2	47.3	47.7	47.8	49.5	48.5	49.6	49.1	49.5
Para os activos dos 15-64 anos .	67.6	67.9	68.3	69.0	70.3	68.2	68.8	68.3	70.7	69.8	71.0	70.3	70.4
Homens .....	80.0	79.9	80.4	80.5	80.7	80.7	79.7	80.4	81.3	80.4	81.4	80.6	80.4
Mulheres .....	55.6	56.7	57.2	58.2	60.6	56.5	58.5	57.0	60.8	59.7	61.0	60.6	60.9

Fonte: INE - Inquérito ao emprego.

Notas:

(a) Em sentido restrito: apenas são incluídos na população activa, como desempregados, os indivíduos que fizeram diligências concretas para procurar emprego no período de quatro semanas anteriores ao inquérito.

(b) Nas colunas respeitantes a anos, as taxas são obtidas a partir das médias dos valores trimestrais.

além de factores sócio-económicos que poderão explicar uma tendência de crescimento da taxa de actividade (designadamente feminina) no longo prazo, a evolução descrita indicia que se poderá estar a verificar um fenómeno de "encorajamento"; isto é, as condições do mercado de trabalho poderão estar a induzir a participação de pessoas que, em circunstâncias normais, se manteriam provavelmente afastadas desse mercado. É possível que, na ausência desta subida progressiva da taxa de participação, as pressões salariais fossem ainda mais significativas.

Um segundo elemento importante, também ilustrado no quadro III.17, refere-se à repartição do emprego total em conta própria e conta de outrem. Até 1990, os postos de trabalho criados foram basicamente por conta de outrem. Em 1991, contudo, esta situação alterou-se radicalmente, e a maioria dos novos postos de trabalho (91 mil num total de 135 mil) referem-se a emprego por conta própria. No conjunto do ano, com efeito, o emprego por conta própria, que representa cerca de 30 por cento do total, cresceu aproximadamente 6.8 por cento, contra 1.4 por cento no emprego

por conta de outrem. Este andamento parece ser corroborado pela informação disponível sobre o número de pessoas colectivas (Registo Nacional de Pessoas Colectivas, Ministério da Justiça), que denota um aumento de mais de 70 mil empresários em nome individual, nomeadamente no comércio e outros serviços, em 1991. Como referido atrás, esta evolução surge associada a uma sensível elevação da taxa de actividade, indiciando que o aumento da participação na força de trabalho em 1991 poderá estar a ser em larga medida canalizado para emprego por conta própria. Isto sugere alguma proliferação de pequenas oportunidades empresariais nos sectores referidos, que contrasta com a moderação de perspectivas que parece subjazer ao arrefecimento marcado do investimento privado em geral.

Outro elemento muito importante na análise do emprego diz respeito à duração do trabalho. Com efeito, estimativas baseadas nos dados do Inquérito ao Emprego do INE sobre a desagregação da população empregada (total) por escalões de duração do trabalho, apontam no sentido de se estar a verificar, ao longo dos últimos anos, uma redução gradual

Quadro III.17

**POPULAÇÃO ACTIVA, EMPREGO E DESEMPREGO**

Variação face ao período anterior

Em milhares

	Emprego			População activa		Desemprego	
	Total	Conta de outrem	Conta própria	Efeitos		Total	
				Taxa de actividade	População total		
1985 .....	-19	-6	-13	-47	32	-15	4
1986 .....	9	43	-35	-27	32	5	-4
1987 .....	107	62	45	28	18	46	-61
1988 .....	108	122	-14	40	10	50	-58
1989 .....	96	103	-7	58	9	67	-29
1990 .....	101	90	11	82	6	88	-13
1991 .....	135	44	91	111	3	114	-21

Fonte: Inquérito ao Emprego, INE.

Quadro III.18

**EMPREGO, HORAS TRABALHADAS E DURAÇÃO MÉDIA DE HORAS DE TRABALHO**

Taxas de variação

	Emprego total	Horas totais trabalhadas	Duração média de horas de trabalho
1987 .....	2.6	3.2	0.6
1988 .....	2.6	1.9	-0.7
1989 .....	2.2	1.6	-0.6
1990 .....	2.3	1.6	-0.7
1991 .....	3.0	1.4	-1.6

Fonte: Banco de Portugal, com base em informação do Inquérito ao Emprego do INE.

da duração média do trabalho, a qual parece ter-se acentuado em 1991 (ver quadro III.18). A estimativa apresentada refere-se ao emprego total e não é possível desagregá-la em emprego por conta de outrem e por conta própria. No entanto, se ela for válida, mesmo que aproximadamente, no caso do emprego por conta de outrem, o seu corolário é que quer o salário horário quer a produtividade horária poderão ter registado crescimentos superiores aos correspondentes valores calculados por pessoa. Além disso, a combinação duma virtual manutenção do emprego, medido pelo total de horas de trabalho, com uma forte subida do salário horário, sugere uma conjugação dum aumento da procura de trabalho com uma retracção da oferta. Esta última poderá estar associada a um efeito riqueza, ligado a sucessivos anos de expansão económica, indutor duma maior procura de lazer. Um elemento informativo complementar, que vai ao encontro desta análise, diz respeito à evolução do emprego a tempo parcial: este progrediu 8.5 por cento em 1991, aumentando a sua proporção no total de 6.2 por cento para 6.5 por cento e, mais significativamente, assistiu-se neste ano a um sensível aumento no rácio entre o número de trabalhadores que optaram voluntariamente por emprego a tempo parcial face aos que tomaram essa opção

por não terem conseguido obter emprego a tempo completo.

Por último, importa salientar o andamento claramente diferenciado do emprego nos vários sectores da economia. À semelhança do que tem vindo a ocorrer desde 1988, os serviços têm-se revelado o sector mais dinâmico na criação de emprego, quer total quer por conta de outrem (ver gráficos III.18.1 e III.18.2). Na

Gráfico III.18.1

**EMPREGO TOTAL POR SECTORES DE ACTIVIDADE**

Taxas de variação

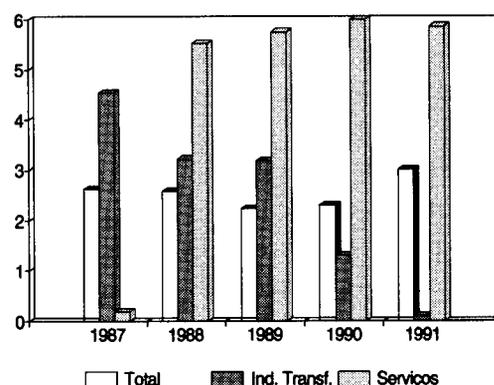
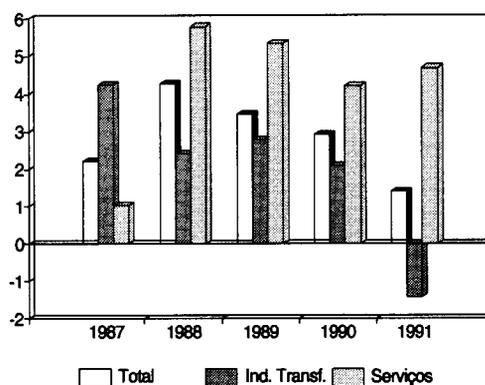


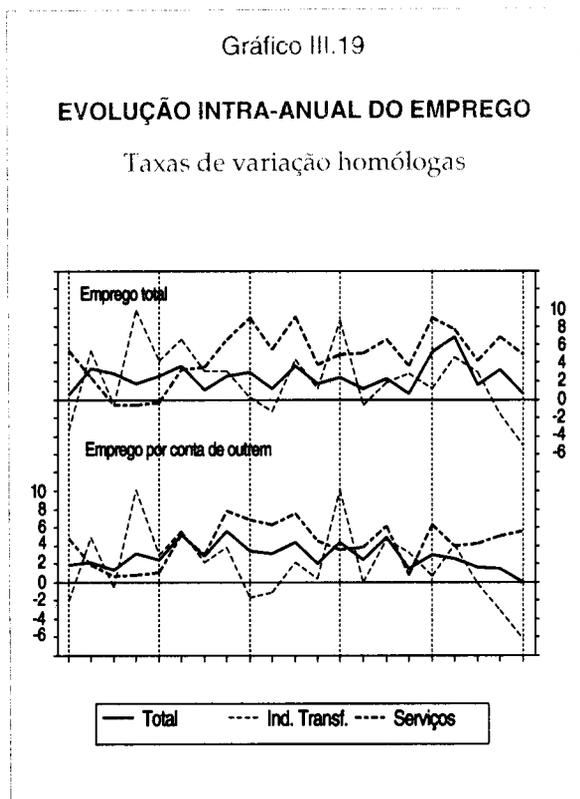
Gráfico III.18.2

**EMPREGO POR CONTA DE OUTREM POR SECTORES DE ACTIVIDADE**

Taxas de variação

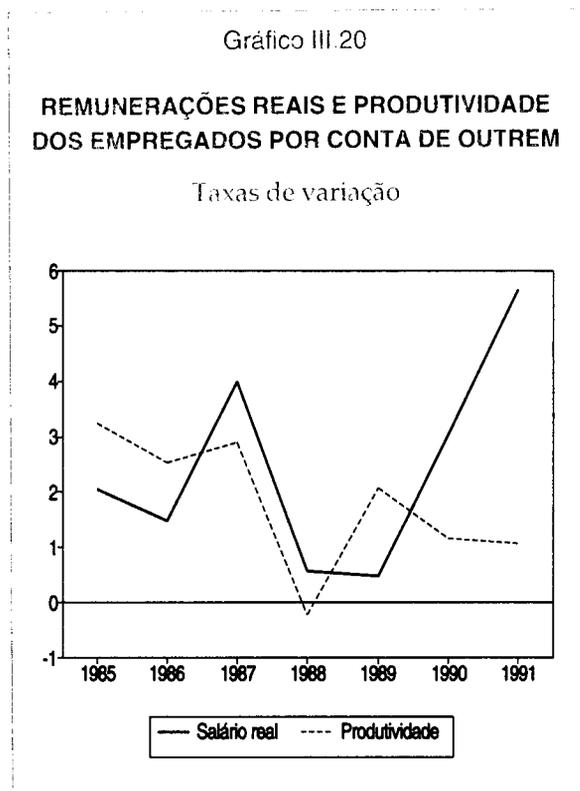


indústria, por seu turno, o crescimento do emprego total em 1991 foi virtualmente nulo e, no caso do emprego por conta de outrem, ter-se-á registado uma quebra, que se acentuou significativamente ao longo do ano (gráfico III.19). Observam-se contudo crescimentos muito distintos entre os diversos ramos industriais, reflectindo o processo de alteração estrutural a que já se aludiu acima.



#### 4.5 Produtividade e repartição do rendimento nacional

A aceleração dos salários reais no último biénio foi acompanhada por um abrandamento da produtividade por trabalhador por conta de outrem, cujo crescimento médio anual caiu de 2 por cento no período 1985/89 para cerca de 1 por cento em 1990/91 (1.1 por cento em 1991), como mostra o gráfico III.20. Esta desaceleração é algo preocupante já que, em termos prospectivos, um elevado crescimento da produtividade constitui um sustentáculo fun-



damental do processo de convergência real da economia portuguesa. Note-se porém que, como referido acima, o crescimento da produtividade horária poderá ter sido ligeiramente superior ao valor mencionado, devido a uma redução no número de horas trabalhadas.

Em consequência, a quota do trabalho por conta de outrem no rendimento nacional, que se tinha reduzido significativamente em 1985/89, expandiu-se em 1990/91. Essa expansão ficou, contudo, substancialmente aquém do diferencial entre o crescimento dos salários reais e o crescimento da produtividade. O quadro III.19 isola os diversos factores que explicam esta divergência, entre os quais se destaca, em particular, a diferença entre o ritmo de crescimento dos deflatores do consumo e do PIB (designado nesta análise por "efeito termos de troca"). O resultado apresentado significa que o ganho de termos de troca, nesta acepção, ao pressionar o deflator do consumo abaixo do deflator do produto/rendimento nacional, permitiu acomodar em 1991

Quadro III.19  
**EVOLUÇÃO DO PESO DAS REMUNERAÇÕES NO RENDIMENTO NACIONAL**  
 Taxas de variação

Em percentagem

	Rácio das remunerações no Rend. Nacional <sup>(a)</sup>	Efeitos				
		Remunerações reais	Produtividade	"Termos de troca"	"Rendimentos de factores com o exterior"	"Impostos indirectos líquidos"
1985 .....	-1.1	1.3	-3.1	-1.7	-0.6	3.2
1986 .....	-3.2	3.7	-2.5	-5.4	-2.4	3.7
1987 .....	-1.0	5.4	-2.8	-0.9	-1.1	-1.3
1988 .....	-0.4	0.1	0.2	-1.6	-0.5	1.3
1989 .....	-4.2	-0.4	-2.0	-0.2	-0.6	-1.0
1990 .....	0.2	3.4	-1.2	-1.0	-1.4	0.3
1991 .....	1.9	5.6	-1.1	-1.7	-0.5	-0.3

Fonte: Banco de Portugal.

Notas:

(a) O conceito de remunerações inclui os valores das tabelas salariais e benefícios complementares.

O total poderá não ser exactamente igual à soma das componentes por questões de arredondamento.

um crescimento do salário real (deflacionado pelos preços no consumo) de cerca de 1.7 por cento sem aumentar a quota do trabalho por conta de outrem no rendimento. A divergên-

Quadro III.20  
**REPARTIÇÃO DO RENDIMENTO NACIONAL**

	1988		1989		1990		1991	
	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	t.c.
Remunerações do trabalho .....	2733.8	16.5	3184.0	20.7	3844.7	19.3	4587.6	
Salários .....	2199.4	17.5	2583.9	20.3	3107.8	19.4	3709.3	
Salários privados .....	1601.2	15.0	1841.3	17.5	2163.6	15.8	2505.4	
Salários da Administração Pública ..	598.3	24.1	742.6	27.1	944.2	27.5	1203.9	
Contribuições patronais efectivas .....	442.5	12.6	498.4	23.2	614.1	19.2	732.0	
Contribuições fictícias .....	91.9	10.6	101.7	20.8	122.8	19.2	146.4	
Excedente bruto de exploração .....	2416.5	25.7	3037.8	16.9	3550.7	13.4	4028.1	
Rendimentos do Resto do Mundo .....	-125.8	-10.1	-113.1	-69.8	-34.1	0.0	2.8	
PNB a custo de factores .....	5024.4	21.6	6108.6	20.5	7361.2	17.1	8618.6	
Imposto s/bens e serviços menos subsídios ..	852.5	12.1	955.4	21.7	1162.6	13.7	1321.5	
PNB a preços de mercado .....	5876.9	20.2	7064.0	20.7	8523.8	16.6	9940.1	
Transferências internacionais (Líq.) .....	623.7	14.8	716.0	9.2	781.9	10.1	860.8	
Rendimento disponível da Nação .....	6500.6	19.7	7780.0	19.6	9305.7	16.1	10800.9	
Sociedades .....	464.6		560.6		933.7		1070.4	
Particulares .....	5117.1		5951.8		6957.2		8048.9	
Administração Pública .....	918.8		1267.6		1414.7		1681.6	

Nota:

t.c. - taxa de crescimento.

cia remanescente resulta do diferencial de crescimento entre o rendimento nacional (acrescido das amortizações, dada a indisponibilidade de informação que permitisse abatê-las) e o produto interno bruto a preços de mercado, pelo facto de o cálculo da quota do trabalho se efectuar em relação à primeira destas variáveis e a produtividade ser calculada a partir da segunda. Esta parcela é subdividida num "efeito rendimentos de factores com o exterior" e num "efeito impostos indirectos líquidos de subsídios" os quais, em 1991, actuaram ambos no sentido de permitir algum aumento do salário real sem elevação da quota do trabalho por conta de outrem no rendimento nacional.

Enquanto o factor trabalho por conta de outrem ganhou peso no rendimento nacional, assistiu-se em 1991 a uma quebra do peso do excedente bruto de exploração, de 48.2 por cento para 46.7 por cento (ver quadro III.20).

Por fim, uma referência à evolução da produtividade por pessoa, utilizando o emprego total, e a produtividade horária, usando as horas totais trabalhadas (ver quadro III.21). Em termos genéricos, a evolução é semelhante à dos indicadores correspondentes apresenta-

dos acima, calculados utilizando o emprego por conta de outrem. Em particular, nota-se uma desaceleração sensível em 1991, com a produtividade por pessoa a cair cerca de 0.5 por cento (contra uma expansão de 1.9 por cento em 1990) e a produtividade horária a desacelerar para 1.1 por cento (2.6 por cento em 1990). Esta evolução corrobora assim a análise feita acima e as preocupações expressas.

## 5. Preços

A inflação, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC), interrompeu em 1991 a tendência de aceleração iniciada em 1988. Esta inversão de tendência é clara em termos médios anuais, e torna-se ainda mais patente na evolução ao longo do ano, acentuando-se no segundo semestre os sinais de desaceleração na trajectória da inflação.

A taxa de inflação média reduziu-se em 1991 para 11.4 por cento, após 13.4 por cento no ano anterior (ver quadro III.22), estreitando-se em 2.2 pontos percentuais (para 6.7 pontos percentuais) o diferencial médio anual

Quadro III.21

### PRODUTIVIDADE DO FACTOR TRABALHO

	Produtividade por pessoa <sup>(a)</sup> (t.v.h)	Produtividade horária <sup>(b)</sup> (t.vh)
1987 .....	2.5	1.9
1988 .....	1.4	2.1
1989 .....	3.3	3.9
1990 .....	1.9	2.6
1991 .....	-0.5	1.1

Fonte: Banco de Portugal e Inquérito ao Emprego do INE.

Notas:

(a) Rácio entre o Produto Interno Bruto, em termos reais, e o emprego total

(b) Rácio entre o Produto Interno Bruto, em termos reais, e as horas totais trabalhadas.

t.v.h.: taxa de variação homóloga.

Quadro III.22

### INDICADORES DE INFLAÇÃO

Taxas de variação das médias de 12 meses

	Inflação observada	Inflação subjacente	Inflação dos transaccionáveis	Inflação dos não transaccionáveis	Diferencial com MTC do SME <sup>(a)</sup>
1982 ...	22.4	22.7	24.1	20.8	-
1983 ...	25.5	23.8	22.5	29.8	-
1984 ...	29.3	29.2	29.7	27.1	-
1985 ...	19.3	22.7	17.9	21.7	-
1986 ...	11.7	15.2	11.6	12.2	9.5
1987 ...	9.4	10.2	9.9	8.5	7.0
1988 ...	9.7	9.7	9.5	9.9	7.0
1989 ...	12.6	12.6	12.6	12.6	8.6
1990 ...	13.4	13.2	9.0	19.1	8.9
1991 ...	11.4	12.7	8.1	15.2	6.7

Fonte: INE, Banco de Portugal e Eurostat.

Nota:

(a) Mecanismo da Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu.

de inflação em relação aos países que fazem parte do Mecanismo da Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC do SME).

A inflação subjacente (medida de inflação que exclui os produtos alimentares não transformados e os energéticos) registou igualmente uma desaceleração, passando de 13.2 por cento em 1990 para 12.7 por cento em 1991, em média anual. Este abrandamento, de menor grau que o do índice global, indicia que o comportamento favorável do IPC em 1991 resultou, em parte, de choques exógenos positivos, isto é, duma evolução favorável dos preços dos bens energéticos e alimentares não transformados.

O abrandamento do IPC em 1991 encontrou também paralelo no andamento dos preços dos transaccionáveis e, em particular, no dos não transaccionáveis, que desaceleraram para 8.1 e 15.2 por cento, respectivamente, estreitando-se o diferencial entre as respectivas taxas de inflação em 3 pontos percentuais, em termos médios do ano.

Quanto à evolução dos preços administrados, o seu crescimento foi superior ao do IPC (13.8 por cento), após cinco anos de evolução abaixo da média, embora o respectivo cabaz represente actualmente apenas 11 por cento do IPC.

O abrandamento da inflação ao longo do ano foi nitidamente mais marcado do que em termos médios anuais, dado o maior grau de inércia deste último indicador. Com efeito, o crescimento homólogo do IPC em Dezembro de 1991 foi de 9.6 por cento, o que corresponde a uma desaceleração de 4.1 pontos percentuais em relação a Dezembro de 1990, e de quase 5 pontos percentuais em relação ao "pico" registado em Outubro de 1990 (quadro III.23 e gráfico III.21). Esta redução não foi, no entanto, uniforme. Na primeira metade do ano o processo de desinflação apresentou algumas oscilações, verificando-se mesmo algum aumento do ritmo de crescimento dos preços na parte final do semestre. Na segunda metade do ano, contudo, o processo foi retomado, e ao longo do semestre a inflação ho-

Quadro III.23

INDICADORES DE INFLAÇÃO

Taxas de variação homólogas em Dezembro

	Inflação observada	Inflação subjacente	Inflação dos transaccionáveis	Inflação dos não transaccionáveis	Diferencial com MTC do SME <sup>(a)</sup>
1982 ...	18.8	17.5	19.9	17.8	-
1983 ...	33.9	41.0	28.9	40.3	-
1984 ...	21.2	12.5	24.2	16.8	-
1985 ...	16.8	11.3	12.1	23.6	-
1986 ...	10.6	4.2	13.0	7.7	9.7
1987 ...	8.9	10.7	8.4	9.5	6.6
1988 ...	11.6	10.3	13.4	9.3	8.8
1989 ...	11.6	11.7	9.6	14.3	7.4
1990 ...	13.7	14.3	8.4	20.8	8.4
1991 ...	9.6	12.2	7.3	12.3	5.1

Fonte: INE, Banco de Portugal e Eurostat.

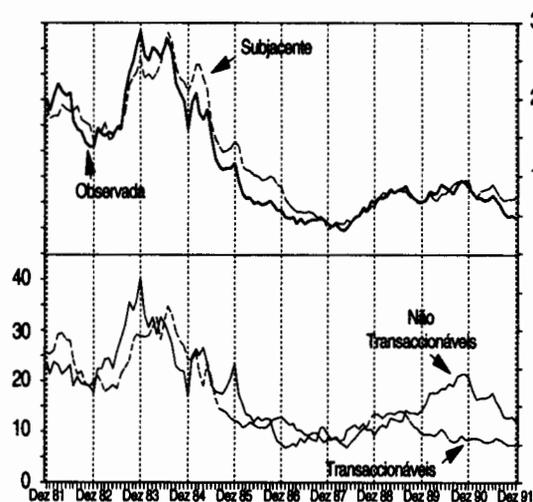
Nota:

(a) Mecanismo da Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu.

Gráfico III.21

INDICADORES DE INFLAÇÃO

Taxas de variação homólogas mensais



Fonte: INE e Banco de Portugal.

móloga reduziu-se em 3 pontos percentuais. Em resultado desta evolução, o diferencial de inflação em relação aos países que fazem parte do MTC do SME situava-se, no final do ano, em 4.9 pontos percentuais.

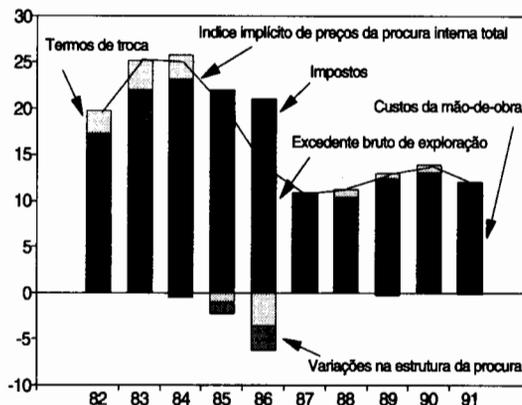
O padrão de evolução intra-anual da inflação observada foi genericamente acompanhado pelos indicadores complementares. Na desagregação entre transaccionáveis e não transaccionáveis, há a destacar a relativa estabilidade da inflação dos primeiros e as inflações mais ampliadas dos segundos. Na inflação subjacente, por seu lado, salienta-se a virtual ausência de progresso no último trimestre do ano, indiciando que a prossecução do processo desinflationista não está assegurada. Com efeito, a desaceleração significativa do índice global, na parte final do ano, resultou em larga medida da moderação do crescimento homólogo dos preços dos energéticos (que tinham subido significativamente no mesmo período do ano transacto, na sequência da crise do Golfo), ao mesmo tempo que se acentuava a tendência de desaceleração dos alimentares, registada ao longo do ano.

Os progressos no domínio dos preços em 1991, embora encorajadores, não podem fazer esquecer que a inflação continua a um nível elevado, que não garante a estabilidade financeira necessária a um crescimento económico sustentado e saudável. Em termos gerais, a persistência duma taxa de inflação elevada continua a reflectir uma situação de excesso de procura na economia e, em particular, as pressões exercidas pelo dinamismo do consumo sobre o potencial da oferta da economia. Nos últimos anos, e designadamente em 1991, esta situação conjugou-se com um acentuar da tensão no mercado de trabalho e das pressões inflacionistas a esse nível.

Este aspecto é ilustrado pela decomposição "contabilística" da variação do índice implícito dos preços da procura interna total (gráfico III.22), que mostra um aumento do contributo dos custos do trabalho no último biénio. Um indicador do mesmo tipo consiste na comparação entre o crescimento dos custos de trabalho unitários (CTUP) e o do deflator do PIB.

Gráfico III.22

### DECOMPOSIÇÃO DAS VARIAÇÕES DO ÍNDICE IMPLÍCITO DOS PREÇOS DA PROCURA INTERNA TOTAL



Fonte: Banco de Portugal e INE, Contas Nacionais.

Nota: Este gráfico apresenta uma ventilação "contabilística" do aumento do índice de preços implícito da procura interna total. Esta decomposição não pretende explicar as causas da inflação, pois todos os elementos são interdependentes.

#### Anexo I

### DECOMPOSIÇÃO DAS VARIAÇÕES DO ÍNDICE IMPLÍCITO DOS PREÇOS DA PROCURA INTERNA

**PIB** = produto interno bruto  
**PIB<sub>v</sub>** = PIB em volume  
**W** = remunerações do trabalho  
**T** = impostos indirectos líquidos  
**Q** = excedente bruto de exploração = PIB - (W+T)  
**E** = exportação de bens e serviços, óptica das contas nacionais  
**M** = importações de bens e serviços, óptica das contas nacionais  
**R** = variações na estrutura da procura  
**D** = procura interna

**ULC** =  $W/PIB_v$   
**UQ** =  $Q/PIB_v$   
**UT** =  $T/PIB_v$

**PG** = deflator do PIB  
**PD** = deflator da procura interna total  
**PE** = deflator das exportações  
**PM** = deflator das importações

$$P_D = ULC \left\{ \frac{W}{D} \right\} + UQ \left\{ \frac{Q}{D} \right\} + UT \left\{ \frac{T}{D} \right\} - \left\{ P_E \left\{ \frac{E}{D} \right\} - P_M \left\{ \frac{M}{D} \right\} \right\} + R$$

O quadro III.24 ilustra este ponto, e permite realçar também, pela diferença entre os valores gerais e os do sector privado, o impacto da evolução das remunerações do SPA sobre o deflator do PIB e sobre os CTUP da economia, em particular desde a introdução do novo sistema retributivo da função pública.

Quadro III.24  
CUSTOS E PREÇOS

	Deflator do PIB	Custos do trabalho unitários da economia <sup>(a)</sup>	Deflator do PIB privado	Custos do trabalho unitários do sector privado <sup>(b)</sup>
1982 ..	20.8	16.4	21.3	14.1
1983 ..	24.6	23.6	25.4	25.1
1984 ..	24.6	22.6	25.3	21.4
1985 ..	21.5	16.9	21.5	16.3
1986 ..	20.5	13.8	20.9	10.4
1987 ..	11.3	13.4	11.2	12.2
1988 ..	11.5	8.3	10.6	6.2
1989 ..	13.3	9.0	12.6	7.5
1990 ..	14.5	15.2	12.7	11.1
1991 ..	13.3	18.3	12.1	15.6

Fonte: INE, Contas Nacionais 1980-88; Banco de Portugal 1989-91.

Notas:

(a) Taxa de crescimento do índice das remunerações do trabalho por empregado, corrigido pela produtividade.

(b) Taxa de crescimento da massa salarial privada por empregado, corrigida pela produtividade.

Na prossecução do objectivo de redução da inflação em 1991, a indisponibilidade da política orçamental fez recair o esforço de controlo da inflação sobre as políticas monetária e cambial.

Como é desenvolvido no Capítulo VI do presente relatório, a política monetária manteve uma orientação não acomodatória, com taxas de juro crescentes em termos reais, dando um contributo importante na luta anti-inflacionista.

O mesmo é válido no domínio da política cambial, em que se prosseguiu a política de não acomodação do diferencial de inflação en-

tre Portugal e o exterior, verificando-se uma apreciação do escudo em 0.7 por cento, em termos efectivos, no conjunto do ano. Em resultado, verificou-se um embaratecimento das importações com reflexos imediatos no deflator da procura interna e, mais fundamentalmente, procurou impôr-se uma disciplina de contenção dos custos nominais que, a prazo, deverá ter reflexos positivos no controlo da inflação e na competitividade da economia.

O impacto da política cambial é patente no que se refere aos preços dos bens transaccionáveis (exportações e concorrentes das importações), cuja evolução foi analisada atrás. O impacto mais lento das políticas sobre os preços dos bens e serviços não transaccionáveis explica a amplitude do diferencial que perdura entre as duas categorias (cerca de 7 pontos percentuais em média em 1991, e 5 pontos percentuais no final do ano). Note-se, contudo, que este diferencial não é inteiramente explicado pela protecção da concorrência externa de que beneficia o sector dos não transaccionáveis, mas também decorre do encarecimento relativo do factor trabalho, mais abundantemente utilizado nesse sector (designadamente nos serviços).

De acordo com os factores principais que estiveram na origem da desaceleração do IPC em 1991, a análise por classes revela que foi a classe "Alimentação e bebidas" e a dos "Transportes e Comunicações", que inclui o sub-grupo "combustíveis e lubrificantes", que tiveram uma influência decisiva nessa evolução favorável (quadros III.25 e III.26).

A classe "Rendas e conservação de interiores" (designada simplificada por "Habitação"), excluída da análise habitual do IPC e só disponível em termos médios anuais, registou um aumento médio de 22.1 por cento em 1991. Este crescimento reflecte um coeficiente de actualização das rendas de 1.11 por cento e correcções extraordinárias das rendas mais antigas, que atingiram coeficientes máximos de 12.9. Incluindo a habitação o crescimento do IPC foi de 12 por cento, que compara com 13.6 por cento em 1990 (quadro III.25 e gráfico III.23).

Quadro III.25

## ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação média

	1988	1989	1990	1991
Alimentação e bebidas .....	13.4	14.4	13.6	9.9
Vestuário e calçado .....	13.2	10.5	9.5	11.9
Conforto da habitação .....	10.2	11.8	11.9	12.1
Saúde .....	10.2	12.0	12.7	14.2
Transportes e comunicações ...	7.9	11.8	19.7	14.4
Ensino, cultura e distração ....	9.4	7.5	10.0	9.4
Tabaco e despesas do fumador .....	9.5	11.7	11.8	19.2
Outros bens e serviços .....	9.1	11.6	11.3	10.9
TOTAL, sem rendas de casa ...	9.6	12.6	13.4	11.4
Rendas de casa .....	17.5	14.1	17.7	22.1
TOTAL .....	9.6	12.7	13.6	12.0

Fonte: INE, 1987 a 1991 Índices anuais com base em 1983.

Quadro III.26

## ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homólogas em Dezembro

	1988	1989	1990	1991
Alimentação e bebidas .....	13.5	12.2	12.6	7.4
Vestuário e calçado .....	11.5	9.3	10.8	12.1
Conforto da habitação .....	10.0	12.0	14.3	8.5
Saúde .....	14.0	8.3	15.6	13.4
Transportes e comunicações ....	8.9	12.5	22.1	13.6
Ensino, cultura e distração ....	8.2	8.4	10.3	9.3
Tabaco e despesas do fumador .....	0.0	15.6	16.0	14.7
Outros bens e serviços .....	11.5	12.5	9.4	11.7
TOTAL, sem rendas de casa ....	11.7	11.6	13.7	9.6

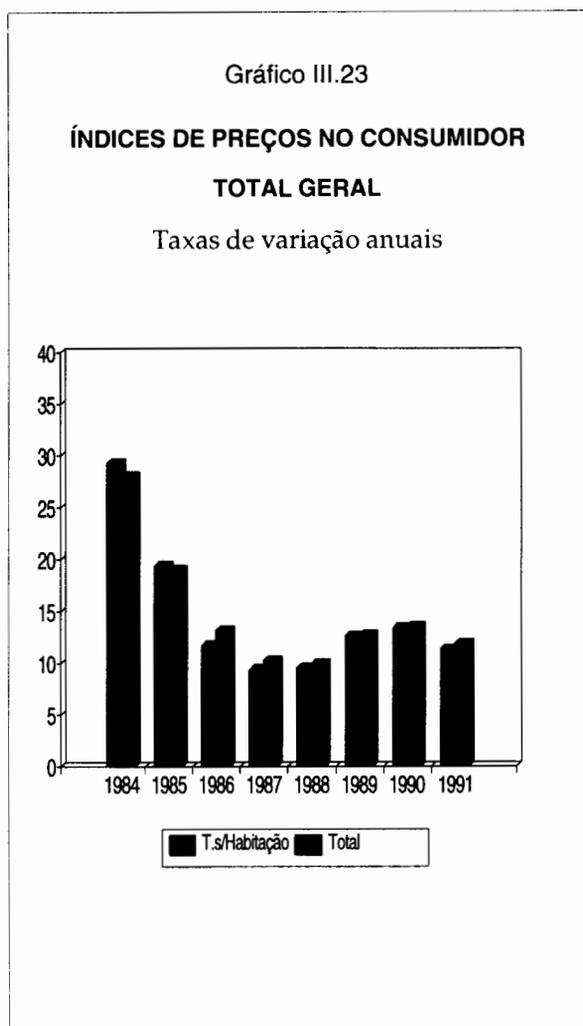
Fonte: INE, 1985 a 1987 IPC com base em 1976; 1988 a 1991 IPC com base em 1983.

Gráfico III.23

## ÍNDICES DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

## TOTAL GERAL

Taxas de variação anuais



A informação relativa aos preços dos produtos petrolíferos (quadro III.27) aponta para um aumento do seu preço de venda ao público inferior ao do ano anterior (9 por cento, após 11.4 por cento em 1990) e ao do IPC. Em particular, o aumento do preço do fuel que-  
dou-se por 6.6 por cento e, em conjugação com um aumento moderado do preço de outros *inputs*, terá atenuado a pressão dos custos sobre as margens das empresas. O preço das importações de petróleo bruto decresceu 14.3 por cento, na sequência dos acontecimentos do Golfo. O diferencial de preços dos produtos do petróleo no utilizador relativamente aos preços de importação foi absorvido pelo ISP.

Desde Janeiro de 1992, a análise da evolução dos preços conta com a publicação duma nova série elaborada com base numa estrutura da despesa de consumo mais recente (1989/90) e que toma como preços de referência os preços médios de 1991. Nesta nova série procura-se, por um lado, assegurar a representatividade regional, aumentando o número de aglomerados populacionais inquiridos e actualizando os respectivos ponderadores (que foram obtidos com base nos dados preliminares do Censo de 1991), e, por outro lado, aumentar a gama de produtos cobertos (que

QUADRO III.27

**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS PRODUTOS DO PETRÓLEO**

Taxas de variação média anual, em percentagem

	Preço das importações de petróleo bruto	Preços nos utilizadores				Preço relativo <sup>(a)</sup>
		Gasolina	Gasóleo	Fuel	Média ponderada	
1980 ..	78.0	34.9	57.3	75.7	50.8	29.3
1981 ..	50.5	16.0	36.5	28.9	26.5	5.4
1982 ..	18.9	15.5	28.8	41.4	27.7	4.3
1983 ..	21.7	31.6	38.8	30.6	33.9	6.7
1984 ..	28.0	22.6	35.1	35.0	31.1	1.4
1985 ..	13.9	13.0	16.1	22.4	17.2	-1.8
1986 ..	-47.7	3.5	2.1	-4.8	0.6	-9.9
1987 ..	9.7	1.5	2.9	-17.6	-2.2	-10.7
1988 ..	-13.8	3.5	6.2	7.8	5.7	-3.6
1989 ..	23.6	4.3	6.2	4.9	5.2	-6.6
1990 ..	18.4	10.4	14.5	8.6	11.4	-1.9
1991 ..	-14.3	7.5	11.7	6.6	9.0	-2.2

Nota:

(a) Face ao IPC.

passou de 524 para 575), contemplando ainda na sua base de informação os grandes centros de distribuição (hipermercados).

A nova série do IPC está disponível desde Janeiro de 1991. Com os dados do novo IPC divulgados pelo INE é possível calcular correctamente as taxas de variação homólogas mensais a partir de Janeiro de 1992 e ainda, só para o total, a de Dezembro de 1991.

De acordo com o novo índice, ter-se-ia registado uma taxa de variação homóloga do IPC sem habitação em Dezembro de 1991 de 8.5 por cento, contra 9.6 por cento apresentados pelo anterior índice. O novo índice aponta para um crescimento homólogo em Janeiro de 1992 (8.6 por cento) virtualmente inalterado em relação ao do do mês anterior, calculado também com base no novo índice.

## BALANÇA DE PAGAMENTOS

### 1. Introdução

O défice da Balança de Transacções Correntes (BTC) registou um ligeiro aumento em 1991, para 1.0 por cento do PIB (0.3 por cento em 1990) devido basicamente à redução das receitas líquidas de turismo e das remessas de emigrantes (quadro IV.1). Com efeito, o défice da balança comercial manteve-se virtualmente inalterado (11.2 por cento do PIB) apesar de Portugal manter um ritmo de crescimento superior à generalidade dos parceiros comerciais. Reflectindo essencialmente a estagnação dos preços do comércio externo, as exportações e as importações de mercadorias diminuíram significativamente, atingindo 23.6 e 34.8 por cento do PIB, respectivamente.

Esta evolução da BTC continuou a não constituir uma restrição para a condução da política económica. Na actual conjuntura, verifica-se um considerável afluxo de fundos externos de natureza estável, nomeadamente, transferências da CE e investimento directo estrangeiro. Neste contexto, a importação de bens de equipamento pode ser importante para a concretização dos esforços de investimento, conferindo mecanismos autocorrectores ao défice comercial através do associado aumento da capacidade produtiva. Mais genericamente, o aumento dos débitos da balança de bens e serviços, isto é, o incremento da oferta de bens externos no mercado nacional, constitui um meio eficaz, perfeitamente justificado na presente conjuntura, de reduzir a pressão sobre a oferta nacional e, conseqüentemente, aliviar as pressões inflacionistas.

O excedente da balança de operações de capitais registou um considerável aumento em 1991, atingindo 9.7 por cento do PIB (6.4 por cento em 1990). À semelhança dos anos anteriores, o afluxo de capitais através do investimento directo estrangeiro em Portugal, ascendendo a 2.7 por cento do PIB segundo dados preliminares, permitiu só por si compensar largamente o défice da BTC. O afluxo de capitais estrangeiros foi ainda substancialmente reforçado por operações de natureza mais volátil, designadamente a compra por não-residentes de títulos nacionais (4.0 por cento do PIB) bem como operações residuais de curto prazo, incluindo erros e omissões (3.5 por cento do PIB segundo dados preliminares) e a variação da posição externa de curto prazo das Outras Instituições Monetárias (OIM) (1.1 por cento do PIB).

Este afluxo de capitais externos exerceu uma forte pressão ascendente sobre a taxa de câmbio do escudo, que forçou o Banco de Portugal a intervenções substanciais no mercado cambial de modo a evitar uma apreciação real demasiado rápida da moeda nacional. O montante das intervenções colocou, contudo, dificuldades acrescidas ao controlo da liquidez, como é desenvolvido no Capítulo VI.

Nestas condições, no seguimento das medidas adoptadas em 1990, as restrições à entrada de capitais com natureza especulativa, potencialmente mais voláteis e sem conseqüências directas na reestruturação da economia portuguesa, foram reforçadas ao longo de 1991 de

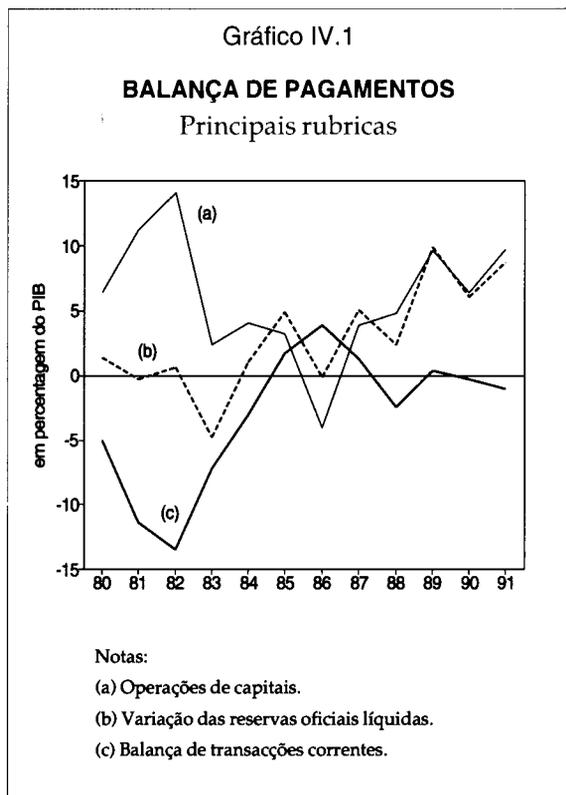
Quadro IV.1

EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

	Milhões de contos			Milhões de dólares			Milhões de ECU			Em % do PIB		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
1. Balança de transacções correntes .....	25.9	-26.2	-98.8	139	-181	-769	143	-156	-537	0.4	-0.3	-1.0
1.1 Bens e Serviços .....	-577.0	-774.0	-962.4	-3682	-5448	-6705	-3332	-4272	-5372	-8.0	-9.0	-9.7
Importações .....	3220.5	3866.3	4108.8	20453	27209	28481	18575	21314	22977	44.9	45.2	41.3
Exportações .....	2643.5	3092.3	3146.4	16771	21761	21776	15243	17042	17605	36.8	36.1	31.7
Taxa de cobertura (%) .....	82.1	80.0	76.6	82.1	80.0	76.6	82.1	80.0	76.6			
1.1.1 Mercadorias (fob) .....	-767.5	-967.7	-1120.1	-4878	-6828	-7759	-4430	-5333	-6258	-10.7	-11.3	-11.3
Importações .....	2769.8	3287.2	3461.4	17594	23129	24001	15978	18119	19353	38.6	38.4	34.8
Exportações .....	2002.3	2319.5	2341.3	12716	16301	16242	11548	12786	13095	27.9	27.1	23.6
1.1.2 Serviços .....	190.5	193.7	157.7	1196	1380	1054	1098	1061	886	2.7	2.3	1.6
Turismo .....	332.5	380.2	389.3	2102	2688	2670	1915	2091	2182	4.6	4.4	3.9
Transportes .....	-104.3	-126.4	-145.9	-663	-889	-1015	-601	-699	-817	-1.5	-1.5	-1.5
Outros .....	-37.7	-60.2	-85.7	-243	-419	-601	-216	-331	-479	-0.5	-0.7	-0.9
1.2 Rendimentos de Capitais .....	-113.1	-34.1	2.8	-718	-233	25	-654	-190	14	-1.6	-0.4	0.0
1.3 Transferências unilaterais .....	716.0	781.9	860.8	4539	5500	5911	4129	4306	4821	10.0	9.1	8.7
Privadas .....	587.9	638.3	660.3	3729	4506	4547	3391	3513	3694	8.2	7.5	6.6
das quais:												
Remessas de emigrantes .....	561.9	603.7	651.7	3563	4262	4492	3240	3324	3647	7.8	7.1	6.6
Públicas .....	128.1	143.6	200.5	810	994	1364	738	793	1127	1.8	1.7	2.0
2. Operações de capitais .....	688.4	544.6	966.4	4342	3683	6545	3980	3032	5426	9.6	6.4	9.7
2.1 Dívida organizada <sup>(a)</sup> .....	-56.3	-160.8	-185.9	-362	-1181	-1350	-315	-891	-1035	-0.8	-1.9	-1.9
Créditos externos recebidos ml/p ..	-28.3	-121.4	-165.6	-179	-892	-1194	-154	-677	-924	-0.4	-1.4	-1.7
Créditos externos recebidos c/p .....	-28.1	-39.5	-20.3	-183	-289	-156	-161	-214	-111	-0.4	-0.5	-0.2
2.2 Capitais autónomos <sup>(b)</sup> .....	744.7	705.4	1152.4	4704	4864	7895	4295	3923	6458	10.4	8.2	11.6
2.2.1 Dívida não organizada .....	203.9	31.1	103.8	1290	178	706	1176	133	585	2.8	0.4	1.0
Créditos ext. recebidos ml/p .....	99.6	72.9	101.9	634	491	691	570	362	572	1.4	0.9	1.0
Créditos ext. recebidos c/p .....	104.3	-41.9	1.9	656	-313	15	606	-229	13	1.5	-0.5	0.0
2.2.2 Investimento directo estrangeiro ..	237.0	321.4	271.9	1504	2264	1881	1362	1441	1521	3.3	3.8	2.7
2.2.3 Investimento estrangeiro em												
imóveis .....	35.3	49.7	20.0	230	347	138	202	217	112	0.5	0.6	0.2
2.2.4 Operações sobre títulos nacionais	140.0	243.3	394.3	878	1748	2699	807	1338	2202	2.0	2.8	4.0
2.2.5 Outras operações .....	27.5	106.6	254.1	169	773	1736	160	1037	1416	0.4	1.2	2.6
Médio e longo prazos .....	-41.7	-54.8	-88.8	-269	-382	-594	-240	-280	-498	-0.6	-0.6	-0.9
Curto prazo (inclui erros e												
omissões) .....	69.2	161.4	342.9	438	1155	2330	400	1317	1914	1.0	1.9	3.5
2.2.6 Variação da posição externa de												
c/p das OIM <sup>(c)</sup> .....	101.0	-46.7	108.3	633	-446	735	588	-243	622	1.4	-0.5	1.1
Disponibilidades .....	-81.9	-242.1	-173.8	-514	-1727	-1205	-471	-1329	-966	-1.1	-2.8	-1.7
Responsabilidades .....	182.5	195.4	282.1	1147	1281	1940	1059	1086	1588	2.5	2.3	2.8
3. Variação das reservas oficiais líquidas <sup>(c)</sup> ..	-714.2	-518.4	-867.6	-4481	-3502	-5776	-4123	-2870	-4889	-10.0	-6.1	-8.7
Disponibilidades .....	-727.6	-522.0	-855.5	-4573	-3528	-5689	-4199	-2886	-4822	-10.1	-6.1	-8.6
Responsabilidades .....	13.5	3.6	-12.1	92	26	-87	76	16	-67	0.2	0.0	-0.1

Notas:

- (a) Dívida total do Sector Público Administrativo (SPA) e das Empresas Públicas não Financeiras (EPNF) e dívida com garantia do Estado das Outras Instituições Monetárias (OIM), Instituições Financeiras Não Monetárias (IFNM) e Outras Empresas não Financeiras e Particulares (OENFP).
- (b) Dívida das IFNM e OENFP excluindo dívida com garantia do Estado, dívida a médio e longo prazos das OIM sem aval do Estado e operações não relacionadas com a dívida externa.
- (c) Um sinal negativo (positivo) corresponde, a um aumento líquido (diminuição líquida) de disponibilidades ou a uma diminuição líquida (aumento líquido) de responsabilidades.



forma a encontrar um compromisso entre os objectivos de manter a política monetária interna com uma orientação não acomodatória e de evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio do escudo.

Não obstante o abrandamento do ritmo de entrada de capitais após o reforço das barreiras, verificou-se em 1991 uma volumosa acumulação de reservas oficiais líquidas, que ascendeu a 8.7 por cento do PIB, elevando o respectivo saldo para mais de 35 por cento do PIB.

## 2. Balança de Transacções Correntes

### 2.1 Balança comercial

#### 2.1.1 Distribuição sectorial do comércio externo

Em 1991, verificou-se uma desaceleração do comércio internacional que afectou a quase generalidade dos produtos (quadro IV.2), reflectindo a actual fase de abrandamento da economia mundial. Como consequência da diminuição do ritmo de crescimento dos merca-

dos internacionais e devido à ligeira apreciação da taxa de câmbio do escudo em relação ao conjunto das principais divisas, os preços

Quadro IV.2

### COMÉRCIO EXTERNO ALFANDEGÁRIO

#### VOLUMES

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%)	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
1. IMPORTAÇÕES (Total) .....	(100.0)	8.3	15.6	6.8
Agro-alimentares .....	(11.8)	2.7	15.8	9.5
Energéticos .....	(10.8)	21.9	6.6	-2.8
Químicos .....	(11.2)	6.3	19.3	8.8
Peles, madeira, cortiça e papel ..	(5.5)	2.3	22.4	11.5
Texteis, vestuário e calçado .....	(10.8)	13.7	20.9	9.9
Minérios e metais .....	(8.0)	9.8	11.8	14.3
Máquinas .....	(23.2)	10.6	16.3	4.5
Material de transporte .....	(13.7)	1.3	11.5	1.1
Produtos acabados diversos .....	(5.1)	7.9	23.9	20.6
Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos ...	(77.4)	7.8	16.9	7.8
2. EXPORTAÇÕES (Total) .....	(100.0)	19.8	12.0	1.2
Agro-alimentares .....	(7.3)	4.2	5.8	8.8
Energéticos .....	(3.5)	39.9	10.2	-21.4
Químicos .....	(6.4)	13.1	13.2	-4.6
Madeira, cortiça e papel .....	(12.2)	1.6	3.0	4.8
Peles, couro e têxteis .....	(8.8)	11.5	7.2	0.1
Vestuário e calçado .....	(29.1)	20.7	11.7	1.7
Minérios e metais .....	(6.5)	42.3	25.9	3.0
Máquinas .....	(12.9)	31.1	19.7	4.1
Material de transporte .....	(6.8)	56.2	8.3	-7.8
Produtos acabados diversos .....	(6.4)	18.3	24.5	5.6

Fonte: Direcção-Geral do Comércio Externo e Banco de Portugal, com base em estatísticas do INE.

das importações e das exportações dos diferentes grupos de bens registaram igualmente uma desaceleração (quadro IV.3).

Apesar do abrandamento generalizado das importações, como reflexo do andamento da procura interna, os produtos energéticos foram os únicos que registaram uma diminuição do volume importado em 1991 (2.8 por cento). Este facto está relacionado com a criação de *stocks* de segurança durante a crise do Golfo devido aos receios de uma subida incontrolla-

Quadro IV.3

**COMÉRCIO EXTERNO ALFANDEGÁRIO  
PREÇOS**

Taxas de variação em percentagem

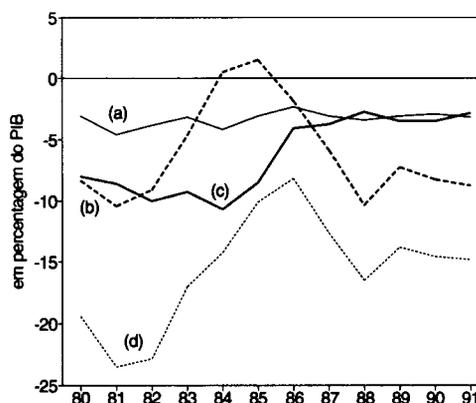
	Pesos (%)	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
<b>1. IMPORTAÇÕES (Total)</b> ..... (100.0) 7.8 3.4 -0.7				
Agro-alimentares .....	(11.8)	8.8	-1.6	8.5
Energéticos .....	(10.8)	23.6	14.4	-8.6
Químicos .....	(11.2)	3.3	-0.5	-1.9
Peles, madeira, cortiça e papel ..	(5.5)	9.4	4.0	-6.3
Texteis, vestuário e calçado ....	(10.8)	2.2	5.5	-1.7
Minérios e metais .....	(8.0)	16.5	-4.6	-7.8
Máquinas .....	(23.2)	4.2	3.9	-1.4
Material de transporte .....	(13.7)	6.7	6.4	4.9
Produtos acabados diversos ...	(5.1)	5.5	1.5	-1.3
<b>Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos .....</b>	<b>(77.4)</b>	<b>6.0</b>	<b>2.8</b>	<b>-1.5</b>
<b>2. EXPORTAÇÕES (Total)</b> ..... (100.0) 6.3 3.5 -0.3				
Agro-alimentares .....	(7.3)	12.6	4.5	2.5
Energéticos .....	(3.5)	6.0	12.2	-3.7
Químicos .....	(6.4)	6.9	-2.0	-3.5
Madeira, cortiça e papel .....	(12.2)	19.2	-1.7	-10.4
Peles, couro e têxteis .....	(8.8)	1.5	2.5	1.3
Vestuário e calçado .....	(29.1)	2.2	8.6	3.4
Minérios e metais .....	(6.5)	8.0	-6.0	-7.0
Máquinas .....	(12.9)	6.2	4.7	-0.4
Material de transporte .....	(6.8)	2.1	1.3	3.4
Produtos acabados diversos ...	(6.4)	4.1	3.7	4.4

Fonte: Direcção-Geral do Comércio Externo e Banco de Portugal, com base em estatísticas do INE.

da do preço do *crude*. Com efeito, após o fim do conflito, verificou-se uma retoma dos *stocks* para os níveis habituais o que fez diminuir a quantidade importada. Excluindo os produtos energéticos, o crescimento das importações de mercadorias em volume foi de 8 por cento (que compara com 6.8 por cento incluindo aqueles produtos). Outro grupo em que a estagnação das importações foi notória consistiu no material de transporte, cujo crescimento em volume passou de 11.5 por cento em 1990 para 1.1 por cento em 1991. Este valor foi influenciado pela diminuição da importação de aeronaves, de embarcações e de veículos de mercadorias e autocarros, uma vez que o número de veículos de automóveis ligeiros im-

Gráfico IV.2

**SALDOS DA BALANÇA COMERCIAL**



Fonte: Com base em valores da Direcção-Geral do Comércio Externo e do INE.

Notas:

(a) Agro-alimentares.

(b) Manufacturas.

(c) Energéticos.

(d) Total.

Importações CIF - Exportações FOB.

portados aumentou 10.0 por cento. Esta evolução das importações de material de transporte, em conjugação com o comportamento das importações de máquinas (crescimento real de 4.5 por cento) e de bens agro-alimentares (9.5 por cento), corroboram o abrandamento do investimento e a manutenção do consumo como a componente mais dinâmica da procura interna.

Acompanhando o abrandamento da procura externa, verificou-se uma diminuição do crescimento das exportações em volume de quase todos os grupos de produtos habitualmente considerados. No entanto, os únicos grupos que registaram uma diminuição das quantidades exportadas foram os energéticos, os químicos e o material de transporte, os quais, no seu conjunto, deram um contributo significativo para o fraco dinamismo do total das exportações. No caso dos produtos energéticos, a diminuição das exportações, à seme-

lhança das importações, está associada à diminuição dos *stocks* de segurança criados pela generalidade das economias ocidentais em 1990. Com efeito, as exportações de energéticos são constituídas por produtos comprados ao exterior para tratamento e posterior reexportação. Excluindo os produtos energéticos, o crescimento real das exportações de mercadorias foi de 2 por cento (1.2 por cento incluindo aqueles produtos). Atendendo ao elevado peso dos petroquímicos, a diminuição do volume de produtos químicos exportados (4.6 por cento) poderá também ter sido influenciada por essas razões. No caso do material de transporte, o decréscimo das exportações (7.8 por cento) é, em parte, explicado pela diminuição do número veículos automóveis exportados (3.5 por cento), a qual deverá reflectir de uma forma bastante particular os efeitos do clima recessivo internacional pelo facto das empresas exportadoras serem maioritariamente multinacionais sediadas no exterior.

Os preços do comércio externo registaram um considerável abrandamento, o que, através do aumento da componente importada da procura e da concorrência externa junto dos produtores domésticos, deu um importante contributo para a descida da inflação em 1991. Esta evolução foi influenciada pelo fim da política de desvalorização deslizante do escudo em 1990 e pela retracção dos mercados externos, sendo particularmente reforçada pela descida dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, nomeadamente o petróleo (16.3 por cento) e a generalidade dos metais. Este facto é susceptível de atenuar a expansão dos custos de produção provocada pela pouca moderação dos aumentos salariais. Os preços da pasta de papel registaram também um considerável decréscimo (21.9 por cento), que é explicado pela actual fase cíclica desta indústria nos mercados internacionais. Os preços dos produtos agro-alimentares, em particular os de importação, apesar de registarem um crescimento inferior à inflação interna, não tiveram uma evolução tão favorável. Tal facto está relacionado com a adopção em 1 de Janeiro de 1991 da segunda etapa para a

política agrícola comum, o que, entre outras coisas, obriga ao princípio da preferência comunitária. Como os preços comunitários são, em alguns casos, superiores aos preços internacionais, esta medida acarreta uma subida do preço das importações, embora não tenha impacto nos preços internos e na BTC pois a diferença é restituída ao País sob a forma de montantes compensatórios.

#### 2.1.2 Distribuição geográfica do comércio externo

Em 1991, o aspecto mais relevante da distribuição geográfica do comércio externo foi a manutenção da tendência de subida da importância relativa das trocas comerciais com a CE e, em particular, com a Espanha (quadros IV.4 e IV.5). Esta tendência deverá reflectir os efeitos de desvio e de criação de comércio associa-

Quadro IV.4

### DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS IMPORTAÇÕES (CIF)

Comércio externo alfandegário

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%) 1990	1989	1990	1991 <sup>P(a)</sup>
TOTAL .....	(100.0)	16.8	19.5	5.8
CE .....	(69.0)	18.5	21.3	10.2
França .....	(11.5)	18.4	17.9	10.0
Bélgica-Luxemburgo .....	(4.1)	12.7	25.2	4.0
Países Baixos .....	(5.7)	32.5	25.2	13.3
Alemanha .....	(14.3)	15.7 <sup>(b)</sup>	18.3 <sup>(b)</sup>	8.9
Itália .....	(10.0)	15.1	30.8	9.0
Reino Unido .....	(7.6)	4.9	21.5	4.7
Irlanda .....	(0.4)	35.0	52.0	3.0
Dinamarca .....	(0.9)	24.0	14.5	-0.2
Grécia .....	(0.1)	-3.9	-12.0	-22.0
Espanha .....	(14.3)	29.0	18.5	16.9
EFTA .....	(6.4)	1.3	21.2	-0.3
EUA .....	(3.9)	20.1	6.0	-8.7
Japão .....	(2.7)	-1.5	4.1	13.9
PALOP .....	(0.4)	74.6	45.6	16.7
OPEP .....	(6.7)	42.9	32.4	-24.9

Fonte: INE.

Notas:

(a) Valores resultantes da aplicação da estrutura da 1.ª versão do INE para 1991 à estimativa elaborada no Banco de Portugal para os valores alfandegários globais.

(b) Alemanha Ocidental.

Quadro IV.5

**DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS  
EXPORTAÇÕES (FOB)**

Comércio externo alfandegário

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%) 1990	1989	1990	1991 <sup>(a)</sup>
TOTAL <sup>(b)</sup> .....	(100.0)	27.4	16.7	0.9
CE .....	(73.6)	27.3	19.3	3.1
França .....	(15.5)	26.1	19.5	-6.2
Bélgica-Luxemburgo .....	(3.1)	25.0	16.2	3.6
Países Baixos .....	(5.7)	26.6	12.5	2.5
Alemanha .....	(16.7)	36.3 <sup>(b)</sup>	23.3 <sup>(b)</sup>	15.2
Itália .....	(4.1)	30.6	11.8	-2.2
Reino Unido .....	(12.1)	9.1	14.5	-10.0
Irlanda .....	(0.5)	20.5	20.3	1.3
Dinamarca .....	(2.2)	10.5	27.9	-0.9
Grécia .....	(0.5)	97.8	39.3	-15.3
Espanha .....	(13.3)	42.1	23.1	13.8
EFTA .....	(10.2)	24.3	15.3	-4.1
EUA .....	(4.8)	27.8	-5.9	-20.5
Japão .....	(1.0)	89.3	6.6	-13.2
PALOP .....	(3.4)	55.8	17.8	20.9
OPEP .....	(0.6)	-21.4	-0.6	-3.8

Fonte: INE.

Notas:

(a) Valores resultantes da aplicação da estrutura da 1.<sup>a</sup> versão do INE para 1991 à estimativa elaborada no Banco de Portugal para os valores alfandegários globais.

(b) Alemanha Ocidental.

dos ao processo de crescente integração europeia. No caso das exportações, este fenómeno deverá ter sido ampliado pelo maior dinamismo dos mercados comunitários no actual ciclo de expansão económica, facto que evidencia a grande influência da procura externa no comportamento das exportações.

As importações de mercadorias provenientes da CE cresceram 10.2 por cento em termos nominais (mais 4.4 p.p que o total das importações); a Espanha e a Alemanha reforçaram a posição de principais países fornecedores ao registarem um crescimento nominal das vendas para Portugal de, respectivamente, 16.9 e 8.9 por cento. Em contraste, as importações com origem nas economias não pertencentes à CE decresceram 4 por cento em valor. Dentro destas, é de destacar a quebra das compras

realizadas aos EUA (-8.7 por cento) e aos países da EFTA (-0.3 por cento); a diminuição das importações provenientes dos países da OPEP (24.9 por cento) deveu-se, simultaneamente, à diminuição da quantidade importada de petróleo e à diminuição do seu preço nos mercados internacionais.

A evolução da distribuição geográfica das exportações foi bastante influenciada pelos diferentes crescimentos dos mercados externos. Com efeito, as vendas para as economias não pertencentes à CE foram muito afectadas pelo clima económico recessivo que se verificou nos EUA e na EFTA, tendo decrescido 5.2 por cento em valor. Por seu lado, as exportações para a CE revelaram maior dinamismo, registando um crescimento nominal de 3.1 por cento. Saliente-se que este valor resultou de uma evolução bastante diferenciada dos diferentes mercados comunitários: a expansão dos mercados alemão e espanhol possibilitou um crescimento nominal das exportações em, respectivamente, 15.2 e 13.8 por cento, anulando a diminuição das vendas para França, Itália e Reino Unido, a qual estará por certo relacionada com o abrandamento dessas economias.

## 2.2 Invisíveis correntes

Em 1991, com base nos primeiros resultados apurados, o excedente dos invisíveis correntes (serviços, rendimentos e transferências) representou 10.2 por cento do PIB (11.1 por cento no ano anterior). Esta evolução reflecte o abrandamento das receitas líquidas de turismo e das remessas de emigrantes, que mais do que compensou a anulação do défice dos rendimentos de capitais e o aumento das transferências líquidas provenientes da CE (gráfico IV.3 e quadro IV.6).

O excedente da balança de serviços diminuiu em 1991, atingindo 1.6 por cento do PIB (2.3 por cento no ano anterior). Este decréscimo foi provocado pelo abrandamento das receitas líquidas de turismo que representaram 3.9 por cento do PIB (4.5 por cento em 1990), uma vez que o saldo dos restantes serviços se manteve virtualmente inalterado.

Quadro IV.6

## BALANÇA DE SERVIÇOS E RENDIMENTOS

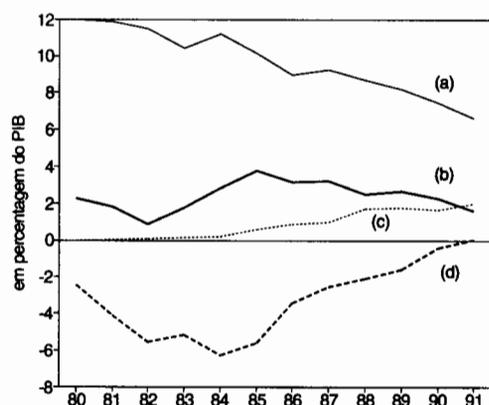
	Milhões de escudos			Milhões de dólares			Milhões de ECU			Em percentagem do PIB		
	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
<b>Balança de Serviços e Rendimentos</b>												
Débito .....	654460	775196	837952	4152	5458	5799	3771	4277	4691	9.1	9.1	8.4
Crédito .....	731849	934737	998462	4630	6605	6878	4215	5148	5591	10.2	10.9	10.0
Saldo .....	77389	159541	160510	478	1147	1079	444	871	900	1.1	1.9	1.6
<b>Serviços</b>												
Débito .....	450638	579109	647349	2859	4080	4480	2597	3195	3624	6.3	6.8	6.5
Crédito .....	641165	772765	805041	4055	5460	5534	3695	4256	4510	8.9	9.0	8.1
Saldo .....	190527	193656	157692	1196	1380	1054	1098	1061	886	2.7	2.3	1.6
<b>Turismo</b>												
Débito .....	92316	122662	146926	583	867	1014	532	676	824	1.3	1.4	1.5
Crédito .....	424832	502854	536241	2685	3555	3684	2447	2767	3006	5.9	5.9	5.4
Saldo .....	332516	380192	389315	2102	2688	2670	1915	2091	2182	4.6	4.4	3.9
<b>Transportes</b>												
Débito .....	208381	259464	275777	1323	1827	1909	1202	1431	1543	2.9	3.0	2.8
Crédito .....	104126	133094	129890	660	938	894	601	732	726	1.5	1.6	1.3
Saldo .....	-104255	-126370	-145887	-663	-889	-1015	-601	-699	-817	-1.5	-1.5	-1.5
<b>Seguros</b>												
Débito .....	22629	27449	32259	144	194	223	129	153	180	0.3	0.3	0.3
Crédito .....	4531	5064	8085	29	35	56	26	28	46	0.1	0.1	0.1
Saldo .....	-18098	-22385	-24174	-115	-159	-167	-103	-125	-134	-0.3	-0.3	-0.2
<b>Estado</b>												
Débito .....	26961	29278	33128	173	204	229	156	161	185	0.4	0.3	0.3
Crédito .....	6109	5810	5942	38	42	41	36	34	34	0.1	0.1	0.1
Saldo .....	-20852	-23468	-27186	-135	-162	-188	-120	-127	-151	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Diversos</b>												
Saldo .....	1216	-14313	-34376	7	-98	-246	7	-79	-194	0.0	-0.2	-0.3
<b>Rendimentos de capitais</b>												
Débito .....	203822	196087	190603	1293	1378	1319	1174	1082	1067	2.8	2.3	1.9
Crédito .....	90684	161972	193421	575	1145	1344	520	892	1081	1.3	1.9	1.9
Saldo .....	-113138	-34115	2818	-718	-233	25	-654	-190	14	-1.6	-0.4	0.0

As receitas de turismo avaliadas em escudos aumentaram apenas 6.6 por cento. Ainda que o abrandamento das economias da OCDE possa contribuir para explicar o fraco dinamismo das receitas, essa evolução não foi acompanhada pelos indicadores do volume de actividade do sector. Com efeito, nos primeiros sete meses de 1991, as dormidas de estrangeiros na hotelaria subiram 17.1 por cento em relação a igual período do ano anterior; o número de estrangeiros entrados nas fronteiras aumentou 6.6 por cento em 1991. Estes resultados poderão ter sido provocados pelo acréscimo da concorrência externa que teria

induzido um baixo deflador para as despesas de estrangeiros no sector de turismo. Não é, contudo, de excluir a hipótese da contabilização destas receitas estar subavaliada devido ao carácter preliminar dos valores e à possibilidade de, no contexto de um acréscimo significativo de despesas, se ter verificado uma maior compensação pelo sistema bancário entre os créditos e os débitos desta rubrica antes da sua inserção na balança de pagamentos. Em paralelo, é de admitir que o crescimento das despesas de turismo efectuadas por residentes no exterior (17.1 por cento em escudos) possa também ter sido maior. No actual mo-

Gráfico IV.3

## SALDOS DOS INVISÍVEIS CORRENTES



Notas:

- (a) Transferências privadas.
- (b) Serviços.
- (c) Transferências públicas.
- (d) Rendimentos de capitais.

mento da economia portuguesa, o incremento destas despesas pode contribuir para a descida da inflação através da associada diminuição do consumo realizado internamente.

Em 1991, reflectindo a melhoria da posição externa líquida do País em relação ao exterior, verificou-se um acréscimo do saldo de rendimentos de capitais liquidados pelo sistema bancário. Segundo os primeiros resultados apurados, o saldo desta rubrica foi virtualmente nulo, reflectindo, simultaneamente, um aumento dos créditos por rendimentos das aplicações de reservas no exterior, e uma diminuição dos débitos associada à evolução dos passivos externos da economia registados. Sem colocar em causa o aumento do saldo da balança de rendimentos, o valor alcançado em 1991 deverá, contudo, ser interpretado com precaução pois, por um lado, é baseado em dados preliminares e, por outro, é possível que os débitos desta rubrica estejam subavaliados nos últimos anos devido, nomeadamente, a alguma omissão de rendimentos,

associados ao investimento directo estrangeiro, reinvestidos em Portugal. Note-se que, nesta hipótese, também o investimento directo estrangeiro estaria subavaliado, mas a balança básica não é afectada por este problema.

A totalidade das transferências unilaterais líquidas atingiu 8.7 por cento do PIB em 1991 (9.1 por cento no ano anterior). Esta redução é totalmente explicada pelo comportamento das remessas de emigrantes que diminuíram o seu peso no PIB, de 7.1 por cento em 1990 para 6.6 por cento em 1991. O diferencial das taxas de remuneração da poupança entre Portugal e o exterior, conjugado com uma presumível ausência de expectativas de depreciação do escudo, constituiu um incentivo para o envio de remessas. No entanto, como se pode verificar no gráfico IV.3, este factor não compensou a tendência de longo prazo de abrandamento das transferências privadas, a qual estará associada com a fraca expressão da corrente emigratória nas duas últimas décadas, o enriquecimento das famílias receptoras de remessas e a maior fixação nos países de origem dos envios.

Por seu lado, como se pode verificar no mesmo gráfico, as transferências públicas líquidas continuaram a aumentar a seu peso no PIB, atingindo 2 por cento em 1991 (1.7 por cento no ano anterior). Este aumento reflecte essencialmente o comportamento das transferências financeiras líquidas da CE que registaram um crescimento de 41.3 por cento, atingindo 170.6 m.c. Dentro destas, destaca-se o recebimento de 147.3 m.c. associados ao FEDER, aproximadamente o dobro do verificado em 1990. Como é referido na proposta de orçamento da CE elaborada pela Comissão para o quinquénio 1993-97, esta tendência de reforço das transferências comunitárias deverá continuar durante os próximos anos no sentido de facilitar a convergência das economias comunitárias mais desfavorecidas. Assim, é desejável que estas transferências sejam utilizadas no reforço da capacidade produtiva nacional, envolvendo em particular a importação de bens de equipamento e permitindo aliviar as pressões inflacionistas.

### 3. Balança de Capitais

A evolução das transacções com o exterior, em 1991, caracterizou-se por uma volumosa entrada líquida de capitais (9.7 por cento do PIB) que, face a um défice pouco significativo na BTC, conduziu a uma apreciável acumulação de reservas líquidas pelas Autoridades Monetárias (quadro IV.7). Esta acumulação ficou a dever-se basicamente às intervenções realizadas pelo Banco de Portugal no mercado cambial, ao longo do ano, com o objectivo de evitar uma apreciação real excessivamente rápida do escudo.

O considerável afluxo líquido de capitais ficou a dever-se fundamentalmente ao compor-

tamento que manifestaram as operações de capitais autónomos, no ano em análise, tendo-se verificado, tal como no ano anterior, uma amortização líquida de dívida organizada.

No seu conjunto, as entradas líquidas de capitais autónomos totalizaram cerca de 11.6 por cento do PIB, valor que constitui um máximo na história económica nacional recente. Deste total, o investimento estrangeiro em Portugal registou a parcela mais significativa, com particular destaque para as aplicações financeiras de não residentes em títulos nacionais (4.0 por cento do PIB) e, em menor escala, para o investimento directo (2.7 por cento do

Quadro IV.7

#### BALANÇA DE PAGAMENTOS – FINANCIAMENTO

Milhões de dólares

	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1991 <sup>P</sup>			
						I	II	III	IV
Saldo da balança de transacções correntes	444	-1064	139	-181	-769	-633	-532	860	-464
BTC excluindo transferências da CE	131	-1649	-585	-1029	-1918	-794	-731	253	-646
Transferências da CE	313	585	724	848	1149	161	199	607	182
Operações de capitais	1366	1991	4364	3688	6543	568	2668	2068	1239
Dívida organizada <sup>(a)</sup>	207	-245	-435	-1180	-1352	-1047	-169	-26	-110
Créditos externos recebidos de ml/p	-214	17	-254	-891	-1196	-882	-93	-184	-37
Créditos externos recebidos de c/p	421	-262	-181	-289	-156	-165	-76	158	-73
Capitais autónomos <sup>(b)</sup>	1159	2236	4799	4868	7895	1615	2837	2094	1349
Dívida não organizada	-123	323	1303	179	704	46	128	288	242
Créditos externos recebidos de ml/p	-347	-119	645	490	693	105	117	305	166
Créditos externos recebidos de c/p	224	442	658	-311	11	-59	11	-17	76
Investimento directo estrangeiro	316	659	1504	2264	1881	456	440	482	503
Investimento estrangeiro em imóveis	153	265	231	347	138	41	43	28	26
Operações sobre títulos	299	239	878	1748	2699	809	1321	338	231
Outras operações	615	1421	250	776	1738	254	1055	197	232
Médio e longo prazos	-13	-232	-270	-379	-592	-113	-134	-304	-41
Curto prazo (inclui erros e omissões)	628	1653	520	1155	2330	367	1189	501	273
Variação da posição externa de c/p das									
OIM <sup>(c)</sup>	-101	-671	633	-446	735	9	-150	761	115
Disponibilidades	-383	-1215	-514	-1727	-1205	-584	-469	-31	-121
Responsabilidades	282	544	1147	1281	1940	593	319	792	236
Variação das reservas oficiais líquidas	-1810	-934	-4563	-3502	-5776	64	-2137	-2928	-775
Disponibilidades	-1501	-378	-4655	-3528	-5689	160	-2142	-2953	-754
Responsabilidades	-309	-556	92	26	-87	-96	5	25	-21

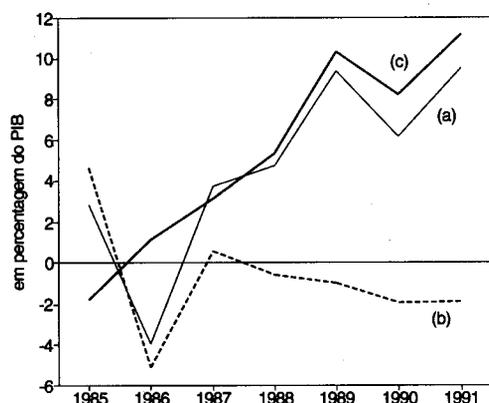
Notas:

(a) Dívida total do Sector Público Administrativo (SPA) e das Empresas Públicas não Financeiras (EPNF) e dívida com garantia do Estado das Outras Instituições Monetárias (OIM), Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) e Outras Empresas Financeiras e Particulares (OENFP).

(b) Dívida das IFNM e OENFP excluindo dívida com garantia do Estado, dívida de médio e longo prazos das OIM sem aval do Estado, operações não relacionadas com a dívida externa e variação da posição externa de curto prazo das OIM.

Gráfico IV.4

## EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE CAPITALS

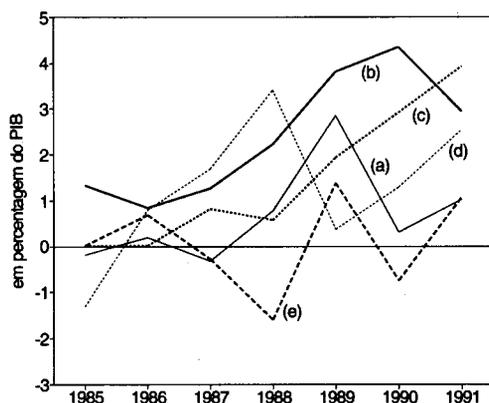


Notas:

- (a) Balança de capitais.
- (b) Dívida organizada.
- (c) Capitais autónomos.

Gráfico IV.5

## OPERAÇÕES DE CAPITALS AUTÓNOMOS



Notas:

- (a) Dívida não organizada.
- (b) Investimento directo estrangeiro e operações sobre imóveis.
- (c) Operações sobre títulos.
- (d) Outras operações.
- (e) Variação da posição externa de c/p das OIM.

PIB) (gráfico IV.5). Também os capitais de curto prazo de natureza residual (incluindo erros e omissões) contribuíram de forma significativa para o elevado saldo positivo das operações de capitais autónomos (3.5 por cento do PIB). Neste contexto, cabe ainda salientar o contributo da variação da posição externa líquida de curto prazo das OIM, tendo-se verificado durante o ano uma acumulação das responsabilidades externas daquelas instituições substancialmente superior ao aumento das respectivas disponibilidades sobre o exterior.

No conjunto dos capitais autónomos verificou-se assim, em 1991, um nítido predomínio das operações potencialmente mais voláteis (operações sobre títulos, operações de curto prazo incluindo erros e omissões e variação da posição externa de curto prazo das OIM), que constituem, agregadamente, o conceito de "capitais flutuantes". Em percentagem do PIB, os capitais flutuantes atingiram em 1991 8.5 por cento, constituindo o factor mais importante da variação das reservas oficiais líquidas.

A variação das reservas oficiais líquidas (em fluxos) ascendeu a 8.7 por cento do PIB, apresentando uma cadência irregular ao longo do ano (quadro IV.7). Com efeito, no primeiro trimestre as autoridades conseguiram em larga medida compensar, com liquidação antecipada de dívida organizada, as entradas de capitais que se registavam através de significativas aquisições de títulos por não residentes e, em menor escala, através de operações residuais de curto prazo. Em resultado, não se verificou neste período acumulação de reservas oficiais líquidas (houve mesmo uma pequena variação negativa). No segundo trimestre, a possibilidade de continuar a proceder a liquidação antecipada de dívida externa em escala significativa esgotou-se. Ao mesmo tempo, em ligação com a entrada em funcionamento dos OEVT no mercado de capitais, e o conseqüente aumento potencial de liquidez introduzido por esta via no mercado, as aquisições de títulos por não residentes intensificaram-se substancialmente, e as operações residuais de capitais de curto prazo

avolumaram-se igualmente. Daqui resultou uma intensa acumulação de reservas oficiais líquidas que, pelos problemas que colocava à política monetária, levou as autoridades a erigir barreiras às aquisições de títulos nacionais de taxa variável por não residentes no início do terceiro trimestre. As entradas de capitais por esta via reduziram-se então consideravelmente, sendo acompanhadas por uma diminuição das operações de curto prazo. Em contrapartida, começou a verificar-se neste período uma significativa entrada de capitais via variação da posição externa de curto prazo das OIM. Ao mesmo tempo, a balança de transacções correntes tornou-se largamente excedentária, por motivos sazonais. Em resultado, a acumulação de reservas oficiais foi ainda mais significativa no terceiro trimestre do que no precedente. Por fim, no quarto trimestre verificou-se uma redução da generalidade dos capitais flutuantes, enquanto o saldo da BTC

se reduziu consideravelmente de acordo com o seu padrão sazonal. Em consequência, o ritmo de acumulação de reservas oficiais desacelerou significativamente neste período.

### 3.1 Créditos registados na dívida

Os fluxos relacionados com a dívida externa não monetária registaram, em 1991, uma saída líquida de capitais no valor de 648 milhões de dólares, reflectindo o efeito conjugado de amortização líquida de dívida organizada (1352 milhões de dólares), e aumento líquido da dívida não organizada (704 milhões de dólares) (quadro IV.8). As entradas líquidas de capitais associadas à dívida não organizada incidiram sobretudo nas operações a médio e longo prazos, maioritariamente da responsabilidade do sector privado, não obstante a obrigatoriedade de constituição de um

Quadro IV.8

## BALANÇA DE CAPITAIS

Fluxos relacionados com a dívida externa não monetária

Milhões de dólares

	1989			1990			1991 <sup>P</sup>		
	Utilizações	Reembolsos	Saldo	Utilizações	Reembolsos	Saldo	Utilizações	Reembolsos	Saldo
Total .....	10717	9849	868	12970	13971	-1001	13261	13909	-648
(em % do PIB) .....	23.5	21.4	2.1	21.6	23.1	-1.5	17.1	17.9	-0.8
Dívida organizada .....	5742	6177	-435	5920	7100	-1180	4945	6297	-1352
(em % do PIB) .....	12.6	13.4	-0.8	9.9	11.8	-1.9	6.2	8.0	-1.8
Médio e longo prazos .....	2102	2356	-254	1937	2828	-891	2188	3384	-1196
SPA .....	323	844	-521	244	1466	-1222	208	1196	-988
EPNF .....	1618	1425	193	1559	1326	233	1902	2115	-213
OIM, IFNM e OENFP com garantia do									
Estado .....	161	87	74	134	36	98	78	73	5
Curto prazo .....	3640	3821	-181	3983	4272	-289	2757	2913	-156
SPA .....	438	647	-209	104	209	-105	0	0	0
EPNF .....	3202	3174	28	3879	4063	-184	2757	2913	-156
Dívida não organizada <sup>(a)</sup> .....	4975	3672	1303	7050	6871	179	8316	7612	704
(em % do PIB) .....	10.9	8.1	2.9	11.7	11.4	0.4	10.9	9.9	1.0
Médio e longo prazos .....	1010	365	645	1303	813	490	1879	1186	693
OIM .....	88	99	-11	90	150	-60	397	27	370
OENFP .....	753	227	526	1050	582	468	1298	997	301
IFNM .....	169	39	130	163	81	82	184	462	22
Curto prazo .....	3965	3307	658	5747	6058	-311	6437	6426	11

Nota:

(a) Dívida das Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) e Outras Empresas não Financeiras e Particulares (OENFP), excluindo dívida com garantia do Estado, e dívida a médio e longo prazos das Outras Instituições Monetárias (OIM) sem aval do Estado.

depósito em escudos junto do Banco Central não remunerado, equivalente a 40 por cento do valor em escudos das utilizações relacionadas com operações de crédito externo de natureza financeira. No curto prazo verificou-se um saldo praticamente nulo.

Numa análise sectorial, o Sector Público Administrativo (SPA) apresentou, ao longo de 1991, uma saída líquida de capitais totalizando 988 milhões de dólares (1222 milhões de dólares em 1990). Com efeito, este sector prosseguiu a sua política de amortização de dívida externa a médio e longo prazos, ascendendo os seus reembolsos no conjunto do ano a 1196 milhões de dólares, dos quais 623 milhões de dólares correspondem a reembolsos antecipados, enquanto as utilizações se limitaram a 208 milhões de dólares. O SPA não efectuou, em 1991, operações de curto prazo relacionadas com a sua dívida externa. A liquidação antecipada de dívida externa, com o objectivo de compensar na medida do possível as volumosas entradas de capitais autónomos, concentrou-se nos primeiros quatro meses do ano, após o que a possibilidade de continuar a recorrer a este mecanismo ficou virtualmente esgotada.

As Empresas Públicas não Financeiras (EPNF), após dois anos consecutivos de endividamento externo líquido, registaram, em 1991, uma amortização líquida da sua dívida externa no valor de 369 milhões de dólares dos quais 213 milhões de dólares correspondentes a operações a médio e longo prazos. O valor relativo aos reembolsos de dívida a mais de um ano ascendeu a 2115 milhões de dólares dos quais 471 milhões de dólares dizem respeito a amortizações antecipadas. Em contrapartida, as utilizações atingiram 1902 milhões de dólares. No que concerne aos fluxos de dívida externa de curto prazo as EPNF continuaram a registar uma saída líquida de capitais, sendo de realçar a redução verificada nos montantes das utilizações e dos reembolsos desta forma de financiamento externo.

Ao contrário da evolução registada no ano anterior, as operações de capitais a médio e longo prazos relacionadas com a dívida das

OIM, apresentaram, em 1991, um saldo positivo de cerca de 370 milhões de dólares. Este aumento no recurso ao financiamento externo a mais de um ano por parte daquelas instituições foi canalizado sobretudo para a realização de investimentos efectuados no segundo semestre do ano, e que foram financiados, em parte, pelo BEI.

O sector privado não financeiro registou, em 1991, um endividamento líquido a mais de um ano no valor de 301 milhões de dólares.

Os fluxos relacionados com a dívida externa das Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) totalizaram, em 1991, uma entrada líquida de capitais no valor de 22 milhões de dólares, relativa a operações de médio e longo prazos.

### 3.2 Operações sobre títulos

As aplicações financeiras de não residentes em títulos nacionais acresceram significativamente a sua importância no ano em análise, tendo as respectivas entradas líquidas atingido o montante de 2699 milhões de dólares representando 4.0 por cento do PIB (2.8 por cento em 1990) (quadro IV.9 e gráfico IV.5). O valor verificado para estas operações, em 1991, concentrou-se, sobretudo, no primeiro semestre (2130 milhões de dólares), tendo-se observado uma substancial quebra na segunda metade do ano como resultado das medidas restritivas impostas pelo Banco, no início de Julho, às operações de não residentes sobre títulos de dívida com taxa de juro variável com vista a travar as volumosas entradas de capitais que se estavam a registar. Assim, com a execução destas medidas as aplicações de não residentes em títulos nacionais passaram a dirigir-se basicamente para Obrigações do Tesouro a taxa fixa mas, dada a moderação na oferta deste instrumento, não se atingiram no segundo semestre valores da mesma ordem de grandeza dos observados na primeira metade do ano para as operações sobre títulos. No entanto a procura de não residentes por títulos de taxa fixa revelou-se significativa, o que con-

Quadro IV.9

## OPERAÇÕES DE CAPITAIS NÃO RELACIONADAS COM A DÍVIDA

Milhões de dólares

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1991 <sup>P</sup>			
				I	II	III	IV
A médio e longo prazos <sup>(a)</sup>	2346	3980	4126	1194	1670	544	718
Responsabilidades	2615	4359	4718	1307	1804	848	759
Investimento directo em Portugal	1506	2264	1881	457	440	482	502
Investimento estrangeiro em imóveis	231	347	138	41	43	28	26
Operações sobre títulos	878	1748	2699	809	1321	338	231
Outras responsabilidades	0	0	0	0	0	0	0
Disponibilidades	-269	-379	-592	-113	-134	-304	-41
Investimento directo no exterior	-83	-162	-445	-60	-68	-288	-29
Investimento em imóveis no exterior	0	0	0	0	0	0	0
Operações sobre títulos	-61	-4	16	4	0	0	12
Empréstimos financeiros	4	-2	2	-2	0	4	0
Créditos comerciais	24	-39	-49	-22	-6	-11	-10
Outras disponibilidades	-153	-172	-116	-33	-60	-9	-14
A curto prazo <sup>(b)</sup>	520	1155	2330	367	1189	501	273

Notas:

(a) O total pode não corresponder à soma das parcelas em virtude dos arredondamentos.

(b) Inclui *leads* e *lags*, erros e omissões.

duziu a uma quebra das taxas de juro das obrigações do Tesouro de médio prazo nos últimos meses do ano, e esteve associada a expectativas de ganhos de capital por parte dos não residentes.

A crescente procura de títulos nacionais por parte de não residentes dirigiu-se fundamentalmente (quadro IV.10) para a aquisição de títulos de dívida pública (2341 milhões de

dólares), à semelhança do que ocorreu no ano anterior, tendo sido proveniente maioritariamente das sucursais e filiais externas de bancos residentes, em especial das que fazem parte do *off-shore* da Madeira (1112 milhões de dólares). Nas aplicações em acções registaram-se entradas líquidas de 219 milhões de dólares, substancialmente inferiores às observadas nos anos anteriores.

Quadro IV.10

## TÍTULOS NACIONAIS ADQUIRIDOS POR NÃO RESIDENTES

Fluxos líquidos

Milhões de dólares

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1991 <sup>P</sup>			
				I	II	III	IV
Acções	601	516	219	34	84	38	63
Obrigações	213	1219	2428	761	1236	303	128
das quais: Dívida pública	152	1167	2341	651	1183	347	160
Títulos de participação	4	-9	12	1	-1	-1	13
Unidades de participação	60	22	40	13	2	-2	27
Total	878	1748	2699	809	1321	338	231

### 3.3 Investimento directo estrangeiro

Os fluxos líquidos de capitais associados ao investimento directo estrangeiro (valores preliminares) totalizaram, em 1991, 1881 milhões de dólares (2.7 por cento do PIB) situando-se abaixo do realizado no ano anterior (2264 milhões de dólares, representando 3.8 por cento do PIB) (quadro IV.9). Esta evolução do investimento directo estrangeiro continuou relacionada com as boas perspectivas de crescimento para a economia portuguesa, no contexto de integração crescente das economias europeias e de estabilidade política. A escassez relativa de capital em Portugal, traduzida por uma elevada rentabilidade deste factor e custos salariais relativamente baixos, continuou a constituir um elemento determinante para o afluxo de investimento directo estrangeiro, nomeadamente na medida em que este se traduziu em Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Refira-se também o esforço de captação que tem sido desenvolvido pelas autoridades nacionais, materializado em incentivos diversos, designadamente fiscais, justificados pelas externalidades associadas ao investimento directo estrangeiro, em particular a introdução e difusão de tecnologia no País.

cifraram em cerca de 840 milhões de dólares em 1991, contra 331 milhões de dólares no ano precedente; as entradas de capitais deste tipo de operações, por seu lado, atingiram o valor de 2717 milhões de dólares em 1991, comparativamente a 2589 milhões de dólares em 1990. Note-se porém que as estatísticas dos fluxos brutos do investimento directo estrangeiro incluem, no ano em análise, um elevado volume de operações efectuadas entre não residentes, em particular no sector financeiro. Estas operações são registadas como desinvestimentos, contrabalançados por novos investimentos estrangeiros, afectando portanto identicamente as liquidações e as entradas (mas mais notoriamente, em termos relativos, as primeiras).

O investimento directo estrangeiro realizado, no ano em análise, representou 71 por cento do investimento autorizado, de acordo com a informação preliminar, o que constitui uma taxa de concretização inferior ao valor (revisito) de 1990 (85.0 por cento).

Uma análise por tipo de operações de investimento (quadro IV.11) mostra, no último biénio, um predomínio do investimento reali-

Quadro IV.11

#### ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL

Por tipo de operação

Em percentagem do total

	1988	1989	1990	1991
No capital de empresas .....	90.1	89.7	94.5	97.3
Constituição de novas empresas ou de sucursais já existentes .....	41.7	28.5	8.8	15.9
Participação no capital .....	39.0	55.1	83.7	80.0
Outras .....	9.4	6.1	2.0	1.5
Reinvestimentos .....	6.7	4.4	4.0	2.3
Empréstimos e suprimentos .....	3.2	5.9	1.5	0.4

Na versão preliminar disponível, verificou-se em 1991 um significativo montante de liquidações de investimentos anteriores, que se

zado sob a forma de participação no capital de empresas ou de sociedades (80 por cento do total de investimento directo estrangeiro), en-

**ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL**

Por sectores de actividade económica

Em percentagem do total

	1988	1989	1990	1991
Indústrias transformadoras .....	32.6	21.8	19.0	18.1
Construção e obras públicas .....	4.4	7.2	8.7	5.9
Bancos e outras instituições financeiras, seguros, operações sobre imóveis e serviços prestados às empresas .....	35.9	47.0	60.6	61.9
Outros .....	27.1	24.0	11.7	14.1
dos quais: Comércio por grosso e a retalho, restaurantes e hotéis .....	17.6	17.7	8.5	7.0

quanto tem vindo a perder importância relativa o investimento dirigido para a constituição de novas empresas ou de sucursais de empresas já existentes.

A distribuição do investimento directo estrangeiro por ramos de actividade (quadro IV.12) não registou alterações significativas relativamente ao ano anterior. O sector financeiro continuou a absorver a maior parte do investimento directo estrangeiro, com um peso de 62 por cento no total do investimento realizado. O peso da indústria transformadora manteve-se ao mesmo nível do ano anterior (cerca de 18 por cento do total do investimento realizado). Em termos genéricos, o investimento directo estrangeiro nos últimos anos tem vindo a dirigir-se ou para sectores em que a economia nacional apresentava lacunas e, conseqüentemente, boas oportunidades (como o sector financeiro ou a distribuição), ou para sectores virados para a exportação.

Os países da CE continuaram a estar na origem da grande maioria do investimento directo estrangeiro (quadro IV.13), embora tenham reduzido ligeiramente o seu peso relativamente ao ano anterior, situando-se em 67 por cento do total. O Reino Unido continuou a encabeçar a lista dos países investidores em Portugal, com mais de 20 por cento do total. As quotas da França e da Espanha, reduziram-se, respectivamente, para 13.0 e 8.0 por cento do investimento total realizado (16.7 e 14.0 por cento em 1990), explicando a redução do peso da CE. Os

EUA, por seu lado, reforçaram significativamente a sua importância relativa passando de 3.2 por cento do total, em 1990, para 10.2 por cento, no ano em análise.

Quadro IV.13

**ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL**

Por país de origem

Em percentagem do total

	1988	1989	1990	1991
Reino Unido .....	25.2	23.1	19.9	21.3
Alemanha .....	7.3	7.3 <sup>(a)</sup>	5.7 <sup>(a)</sup>	3.6
França .....	10.7	17.1	16.7	13.0
Espanha .....	9.1	11.7	14.1	8.0
Itália .....	0.8	1.4	1.4	2.7
Suíça .....	6.7	6.0	4.9	4.6
Outros europeus da OCDE .....	20.5	16.1	20.1	20.5
EUA .....	11.7	4.5	3.2	10.2
Resto do Mundo .....	8.0	12.8	14.0	16.1

Nota:

(a) Alemanha Ocidental.

**3.4 Outras operações de capitais**

No ano em análise, o aumento das responsabilidades externas de curto prazo das OIM (1940 milhões de dólares) superou largamente a acumulação de disponibilidades (1205 milhões de dólares) o que se ficou fundamental-

mente a dever ao elevado acréscimo de depósitos a prazo em moeda estrangeira de não residentes junto do sistema bancário residente. Esta variação da posição externa de curto prazo das OIM (1.1 por cento do PIB) constituiu o principal veículo de entrada de capitais flutuantes, no terceiro trimestre, esbatendo-se, contudo na parte final do ano (quadro IV.7).

As entradas líquidas de capitais a médio e longo prazos associadas às operações de investimento estrangeiro em imóveis atingiram, em 1991, o valor de 138 milhões de dólares, consideravelmente inferior ao registado no ano anterior (347 milhões de dólares) (quadro IV.9). O investimento estrangeiro em imóveis foi realizado basicamente por particulares, na sua maioria do Reino Unido, pelo que a redução verificada neste tipo de operações, no ano em análise, poderá estar em parte associada à recessão económica nesse país e, mais genericamente, ao abrandamento económico internacional. Não é de excluir, contudo, que para a evolução referida tenham contribuído igualmente factores internos, designadamente a evolução do mercado imobiliário, onde poderão estar a verificar-se expectativas de abrandamento dos preços, após o crescimento muito rápido dos últimos anos.

As disponibilidades sobre o exterior a médio e longo prazos do sector não monetário apresentaram, em 1991, uma variação de 592 milhões de dólares, face a 379 milhões de dólares no ano anterior (quadro IV.9). Para esta evolução contribuíram as saídas líquidas de capitais dirigidas a investimento directo no exterior, cujo montante ascendeu a 445 milhões de dólares (162 milhões de dólares em 1990). Estas operações concentraram-se no sector financeiro, no contexto da crescente integração europeia neste sector, e a Espanha (com 50 por cento do investimento total) foi o principal país de destino.

A rubrica residual dos capitais a curto prazo (incluindo erros e omissões), integrada nos capitais flutuantes, apresentou, em 1991, um excedente de 2330 milhões de dólares, o que constitui um aumento de 1175 milhões de dólares relativamente ao valor registado no ano

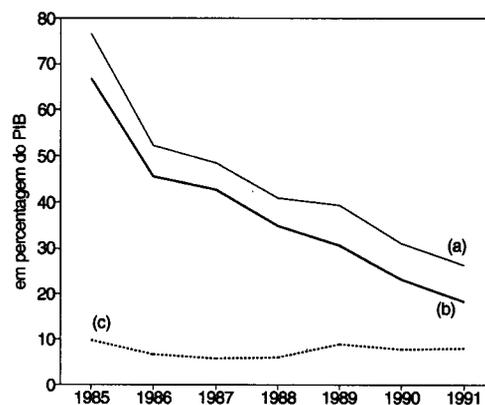
anterior (passando de 1.9 para 3.5 por cento do PIB) (quadro IV.9). O elevado montante averbado por aquela rubrica, no ano em análise, poderá estar relacionado com operações ainda não devidamente registadas.

#### 4. Dívida Externa, Reservas Oficiais e Posição Externa Líquida

A dívida externa não monetária ascendia no final de 1991 a 18 074 milhões de dólares (equivalente a cerca de 2425 milhões de contos), denotando uma redução de 594 milhões de dólares face a Dezembro de 1990 (passando de 29.1 por cento do PIB em 1990 para 24.4 por cento em 1991) (quadro IV.14 e gráfico IV.6). As flutuações cambiais associadas à depreciação do dólar face às restantes moedas de denominação da dívida externa tiveram pouco significado (cerca de 52 milhões de dólares no conjunto do ano).

Gráfico IV.6

#### DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA



Notas:

- (a) Dívida não monetária.
- (b) Dívida organizada.
- (c) Dívida não organizada.

Quadro IV.14

## DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1989	1990	1991 <sup>(P)</sup>	Contrapartida de flutuações de valor <sup>(a)</sup>	
				1990	1991 <sup>P</sup>
Dívida não monetária total .....	17934	18668	18074	-1736	-52
(em % do PIB) .....	37.4	29.1	24.4		
Organizada .....	13870	13911	12574	-1221	-15
(em % do PIB) .....	29.0	21.7	17.0		
Médio e longo prazos .....	12681	12927	11741	-1137	-10
SPA .....	5796	5113	4099	-539	26
EPNF .....	6404	7179	7008	-542	-42
OIM, IFNM e OENFP com aval do Estado .....	481	635	634	-56	6
Curto prazo .....	1189	984	833	-84	-5
SPA .....	104	0	0	-1	0
EPNF .....	1085	984	833	-83	-5
Não organizada <sup>(b)</sup> .....	4064	4757	5500	-515	-37
(em % do PIB) .....	8.5	7.4	7.4		
Médio e longo prazos .....	2405	3195	3912	-301	-22
OIM .....	401	358	745	-18	-15
OENFP .....	1750	2466	2779	-248	-12
IFNM .....	254	371	388	-35	5
Curto prazo .....	1659	1562	1588	-214	-15
Por memória :					
Médio e longo prazos .....	15086	16122	15653	-1438	-32
Curto prazo .....	2848	2546	2421	-298	-20

Notas:

(a) Diferença entre os fluxos e as variações de posições.

(b) Dívida das Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) e Outras Empresas não Financeiras e Particulares (OENFP), excluindo dívida com garantia do Estado, e dívida a médio e longo prazos das Outras Instituições Monetárias (OIM) sem aval do Estado.

Quadro IV.15

## INDICADORES DA POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA E DÍVIDA EXTERNA

Em percentagem

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Rácio da Posição Externa <sup>(a)</sup> .....	72.4	77.6	96.7	116.0	122.8	129.1
Posição externa líquida/PIBpm .....	-16.4	-11.8	-2.3	5.8	7.5	10.0
Posição externa líquida sector não monetário/Dispon. líq. s/ exterior <sup>(b)</sup> ..	-150.5	-137.2	-103.5	-78.9	-71.9	-66.3
Disponibilidades líquidas s/ exterior/PIBpm .....	24.7	25.0	31.8	35.2	31.7	34.7
Responsabilidades do sector não monetário/Responsabilidades totais ..	86.0	88.1	89.9	84.4	79.5	74.4
Dívida não monetária/PIBpm .....	51.0	44.6	41.5	37.4	29.1	24.4
Dívida não monetária/Disponibilidades líquidas s/ exterior .....	206.2	178.3	132.3	106.5	92.0	70.4
Dívida não monetária/Crédito transacções correntes .....	116.2	102.7	85.7	79.5	63.6	59.6
Serviço da dívida não monetária/Crédito de transacções correntes .....	28.1	28.6	26.2	17.8	17.1	19.4
Médio e longo prazos <sup>(c)</sup> .....	26.8	28.0	25.4	16.6	16.1	18.7
Id. excluindo reembolsos antecipados .....	22.7	19.1	17.9	12.0	10.8	15.2
Juros totais/Crédito de transacções correntes .....	9.3	7.1	6.1	5.7	4.7	4.4
Juros totais/PIBpm .....	4.2	3.3	2.9	2.8	2.3	1.9
Juros líquidos totais/PIBpm <sup>(d)</sup> .....	3.4	2.5	2.1	1.6	0.4	0.0

Notas:

(a) Disponibilidades sobre o exterior/Responsabilidades em relação ao exterior, incluídas no conceito de Posição Externa Líquida.

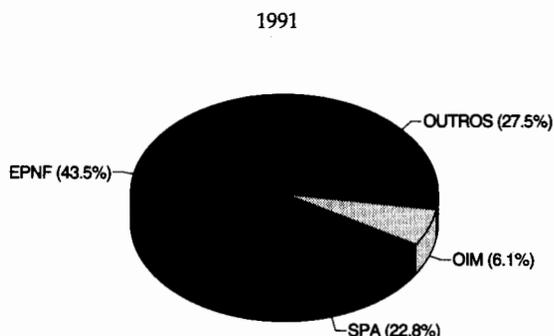
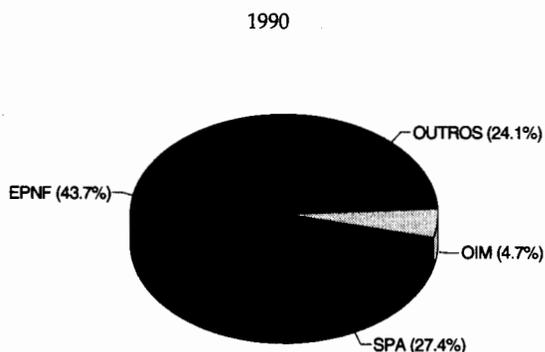
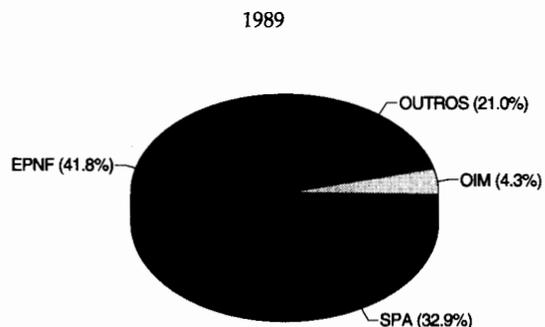
(b) Disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário com o ouro avaliado ao valor contabilístico.

(c) Não inclui os juros da dívida de curto prazo.

(d) Diferença entre os juros pagos ao exterior e os juros recebidos do exterior.

Gráfico IV.7

REPARTIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA POR SECTORES MUTUÁRIOS

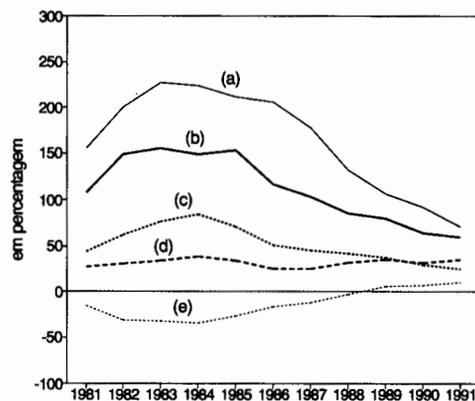


A redução da dívida externa não monetária, no ano em análise, ficou a dever-se à evolução da dívida organizada, com particular destaque para a sua componente de médio e longo prazos (menos 1186 milhões de dólares que no final de 1990), que continuou a traduzir, tal como no ano anterior, o reembolso líquido de dívida externa efectuado pelo SPA. Assim, a dívida organizada desceu de 21.7 por cento do PIB em 1990 para 17.0 por cento em 1991, enquanto a componente não organizada se manteve ao nível do ano precedente (7.4 por cento do PIB). Esta evolução é reflectida na estrutura da dívida por mutuários, onde se destaca a progressiva perda de peso do SPA nos últimos anos (gráfico IV.7).

Os indicadores habitualmente utilizados para analisar a evolução da dívida externa e

Gráfico IV.8

INDICADORES DA DÍVIDA EXTERNA E DA POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA

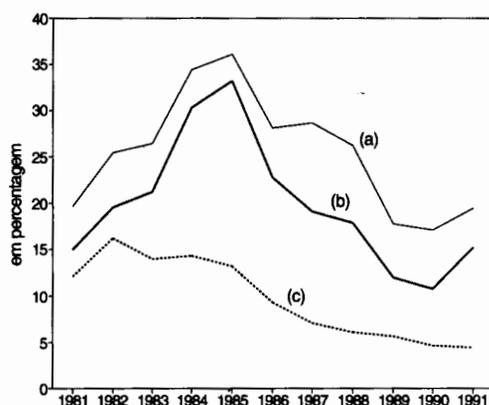


Notas:

- (a) Dívida não monetária/Disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário com o ouro ao valor contabilístico.
- (b) Dívida não monetária/Crédito de transacções correntes.
- (c) Dívida não monetária/PIBpm.
- (d) Disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário com o ouro ao valor contabilístico/PIBpm.
- (e) Posição externa líquida/PIBpm.

Gráfico IV.9

## INDICADORES DO SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA



Notas:

- (a) Serviço da dívida/Crédito de transacções correntes.  
 (b) (Serviço da dívida - valor dos reembolsos antecipados)/Crédito de transacções correntes.  
 (c) Juros totais/Crédito de transacções correntes.

do respectivo serviço manifestaram, na sua generalidade, em 1991, um comportamento favorável (quadro IV.15 e gráficos IV.8 e IV.9).

As reservas oficiais líquidas, com o ouro ao preço contabilístico, ascendiam no final de 1991 a 25 643 milhões de dólares, superando em 6174 milhões de dólares o valor observado no final de 1990 (quadro IV.16). Com o ouro a preços de mercado, as reservas oficiais líquidas ascendiam em Dezembro de 1991 a 26 123 milhões de dólares, mas o acréscimo ao longo do ano foi ligeiramente menos significativo (5660 milhões de dólares) devido à diminuição da cotação do ouro nos mercados internacionais. Esta evolução consubstanciou-se numa elevada acumulação de moeda estrangeira pela Autoridade Monetária (traduzida, particularmente, em aplicações em títulos de Estados estrangeiros) cujo valor ascendia a 17 592 milhões de dólares no final de 1991 (gráfico

Quadro IV.16

## RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1989	1990	1991	Contrapartida de flutuações de valor <sup>(a)</sup>	
				1990	1991
<b>Reservas Oficiais Líquidas<sup>(b)</sup></b>					
Com ouro ao valor contabilístico .....	15019	19469	25643	948	398
Com ouro ao preço de mercado .....	16247	20463	26123	714	-116
<b>Disponibilidades</b>					
Com ouro ao valor contabilístico .....	15160	19654	25737	966	453
Com ouro ao preço de mercado .....	16388	20648	26217	732	-120
<b>Ouro<sup>(c)</sup></b>					
Ao valor contabilístico .....	5184	5113	5125		
Ao preço de mercado .....	6412	6107	5605	-511	-573
Moedas estrangeiras .....	7600	11610	17592	168	485
ECU oficiais .....	2203	2683	2637	341	-36
Outras disponibilidades .....	173	248	384	14	4
Responsabilidades .....	141	185	94	-18	4
<b>Por memória:</b>					
Ouro em milhares de onças troy .....	16051	15828	15867		
Ouro afecto ao FECOM .....	4012	3957	3967		
ECU oficiais (milhões de unidades) .....	1856	1957	1973		

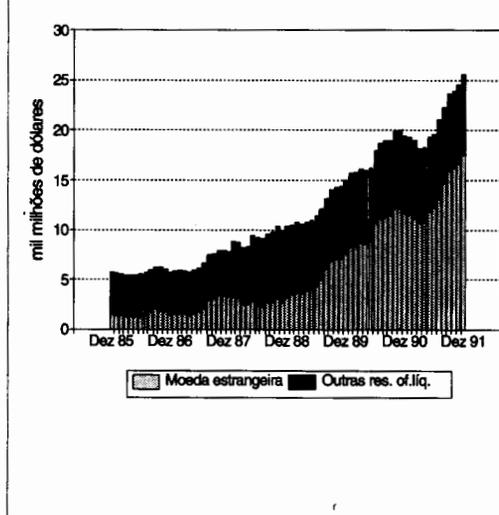
Notas:

- (a) Diferença entre os fluxos e as variações de posições. No cálculo das contrapartidas de flutuações de valor, toma-se um sinal negativo (positivo) para um aumento líquido (diminuição líquida) de disponibilidades e para uma diminuição líquida (aumento líquido) de responsabilidades.  
 (b) Disponibilidades e responsabilidades das Autoridades monetárias (Banco de Portugal e Tesouro).  
 (c) O valor contabilístico do ouro é 323 USD/onça troy. O preço de mercado é calculado de acordo com o princípio de valorização do FECOM: é utilizada a média das duas cotações diárias do fixing de Londres nos últimos seis meses, sempre que esta seja inferior à média das cotações do penúltimo dia útil do mês; caso contrário, utiliza-se este último valor.

FECOM: Fundo Europeu de Cooperação Monetária.

Gráfico IV.10

## RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS



IV.10), o que representa um aumento de 5982 milhões de dólares face ao montante averbado um ano antes. Em resultado da evolução verificada em 1991 e nos anos anteriores, o peso das reservas oficiais líquidas no produto ascendeu, no fim de 1991, a mais de 35 por cento, valor muito superior ao da generalidade dos restantes países da CE (gráfico IV.11).

A posição externa líquida do País prosseguiu a tendência crescente que se começou a delinear em 1985 estimando-se que, no ano em análise, tenha registado um acréscimo de 2552 milhões de dólares face ao ano anterior (quadro IV.17). Reforçou-se, assim, a posição credora do País sobre o resto do mundo, que se observa desde 1989 (gráfico IV.12). A variação observada na posição externa líquida da economia portuguesa resultou duma evolução diferenciada entre o sector monetário e o sector não monetário. Com efeito, o sector monetário

Quadro IV.17

## POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
1. Disponibilidades sobre o exterior .....	14834	17681	24016	29890	37014
Sector não monetário <sup>(a)</sup> .....	3178	3128	4196	4741	4315
Sector monetário .....	11656	14553	19820	25149	32699
Autoridade monetária <sup>(b)</sup> .....	8473	10372	15160	19654	25738
Outras instituições monetárias .....	3183	4181	4660	5495	6961
Curto prazo .....	2738	3679	4126	4750	6019
Médio e longo prazos .....	445	502	534	745	942
2. Responsabilidades em relação ao exterior .....	19112	18275	20699	24333	28679
Sector não monetário .....	16843	16435	17478	19344	21342
Incluídas na dívida .....	16771	16350	17154	17782	16803
Outras responsabilidades <sup>(c)</sup> .....	72	85	324	1562	4539
Sector monetário .....	2269	1840	3221	4989	7337
Autoridade monetária .....	655	52	141	185	94
Outras instituições monetárias .....	1614	1788	3080	4804	7243
Curto prazo .....	594	1101	2300	3920	5972
Médio e longo prazos .....	1020	687	780	884	1271
3. Posição Externa Líquida (1-2) .....	-4278	-594	3317	5557	8335
Sector não monetário .....	-13665	-13307	-13282	-14603	-17027
Sector monetário .....	9387	12713	16599	20160	25362
Autoridade monetária .....	7818	10320	15019	19469	25644
Outras instituições monetárias (c/p) ...	1569	2393	1580	691	-282

Notas:

(a) Depósitos de residentes em instituições de crédito não residentes (Fonte: BIS).

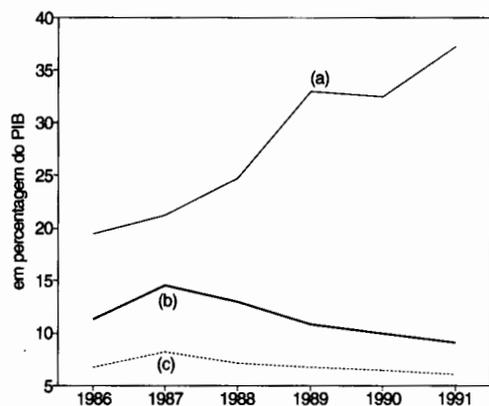
(b) Disponibilidades do Banco de Portugal e do Tesouro com o ouro avaliado ao valor contabilístico.

(c) Valor das obrigações detidas por não residentes.

Gráfico IV.11

## RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS

Comparação internacional



Notas:

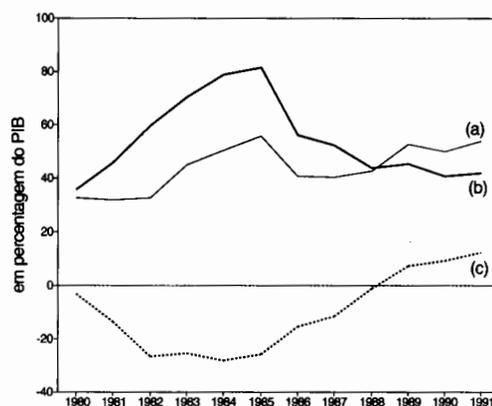
(a) Portugal.

(b) Pequenos países da CE<sup>(\*)</sup> (Bélgica, Grécia, Irlanda, Holanda e Dinamarca).(c) Grandes países da CE<sup>(\*)</sup> (Espanha, França, Alemanha, Itália e Reino Unido).<sup>(\*)</sup> Média simples dos coeficientes.

passou de uma posição externa líquida de 20 160 milhões de dólares, no final de 1990, para uma posição de 25 362 milhões de dólares em Dezembro de 1991 devido ao apreciável volume de disponibilidades externas acumuladas pela Autoridade Monetária; as OIM, por seu lado, verificaram uma deterioração na sua posição face ao exterior (em 973 milhões de dólares) na sequência de um aumento das responsabilidades externas superior à acumulação registada nas suas disponibilidades. No sector não monetário, por seu turno,

Gráfico IV.12

## POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA



Notas:

(a) Disponibilidades sobre o exterior.

(b) Responsabilidades em relação ao exterior.

(c) Posição externa líquida.

observou-se uma redução na posição externa líquida, que resultou principalmente do acréscimo das suas responsabilidades não incluídas na dívida (obrigações detidas por não residentes), cujo valor atingiu, no final de 1991, 4539 milhões de dólares (1562 milhões de dólares em Dezembro de 1990).

Uma análise dos indicadores que permitem avaliar a evolução da posição externa líquida do País revela igualmente um comportamento favorável, com destaque para o rácio entre a posição externa líquida e o PIB, que se elevou para 10.0 por cento (7.5 por cento em 1990) (quadro IV.15 e gráfico IV.8).

## FINANÇAS PÚBLICAS<sup>(1)</sup>

### 1. Introdução

O défice do Sector Público Administrativo (SPA)<sup>(2)</sup> (ver quadro V.1), em 1991, atingiu, segundo dados preliminares, 678.2 milhões de contos, o que corresponde a 6.8 por cento do PIB (6.4 em 1990). Após vários anos de rápida expansão da economia este valor, apesar de ter ficado aquém do orçamentado, situa-se ainda num nível muito elevado. O défice corrente também se deteriorou, passando de 1.0 para 2.2 por cento do PIB.

O saldo primário (ajustado)<sup>(3)</sup> foi quase equilibrado: -0.2 por cento do PIB, o que contrasta com os valores claramente positivos de 1990 (0.6 por cento) e sobretudo de 1989 (2 por cento). Embora a economia tenha desacelerado em 1991, a evolução dos défices públicos reflecte o sentido não restritivo da política or-

çamental em 1991, resultante, em larga medida, do forte crescimento das despesas com pessoal, ligado ainda à introdução do novo sistema retributivo em 1989, e das prestações da Segurança Social. A desaceleração da economia não terá afectado significativamente o défice, dado que o consumo privado e os salários registaram um acentuado aumento em termos reais e o desemprego continuou a crescer.

O peso do SPA na economia, avaliado quer na óptica das receitas quer na óptica das despesas (ver quadro V.2) aumentou consideravelmente em 1991: mais 1.8 e mais 2.2 por cento do PIB do que em 1990, respectivamente. De notar, no entanto, que parte deste acréscimo se deve à substituição de dívida pública não tributada por dívida pública tributada em IRS e IRC, o que aumenta simultaneamente as despesas com juros e as receitas fiscais.

Estima-se que as necessidades de financiamento do SPA<sup>(4)</sup> tenham representado, em 1991, 5.7 por cento do PIB, valor ligeiramente inferior ao de 1990. Esta estabilidade, apesar do agravamento do défice, ficou a dever-se, no essencial, ao montante insignificante de regularizações de dívidas em 1991, relativamente ao observado no ano anterior.

(1) A análise da actividade financeira do SPA é efectuada com base numa estimativa das contas deste sector, segundo a metodologia do Novo Sistema de Contas Nacionais adoptado pelo INE. De acordo com esta metodologia os valores apurados incluem não só as despesas pagas e as receitas cobradas, mas também a variação líquida das dívidas ao SPA e ainda as contribuições relativas ao regime de Segurança Social dos funcionários públicos.

(2) Incluindo as despesas líquidas em activos financeiros (ver quadro V.6).

(3) Saldo global menos as despesas com juros líquidas das receitas com juros e das receitas resultantes da tributação dos juros da dívida pública. O saldo primário não ajustado correspondeu a 1.6 por cento do PIB, valor idêntico ao de 1990.

(4) As necessidades de financiamento do SPA resultam do défice, das regularizações de dívidas e dos fluxos financeiros decorrentes das privatizações.

O crédito interno não monetário e as cedências de títulos de dívida interna a não residentes foram as principais fontes de financiamento do SPA, em 1991. A aquisição de títulos de dívida pública por não residentes, motivada pelo diferencial entre as taxas de juro internas e externas, num contexto de estabilidade cambial foi, no entanto, fortemente limitada a partir de Julho, designadamente com a restrição temporária da compra de obriga-

ções indexadas por não residentes. O crédito monetário, no seu conjunto, manteve-se quase invariante. No entanto, a sua composição alterou-se significativamente, com um aumento acentuado do crédito bancário e uma redução muito substancial dos BT e CLIP na posse do público. O crédito externo líquido ao SPA registado na dívida apresentou mais uma vez um forte decréscimo, na sequência da política de amortizações antecipadas prosseguida pelo Tesouro nos últimos anos.

A execução orçamental do Estado, em 1991, exigiu a aprovação de um orçamento rectificativo<sup>(5)</sup>, envolvendo um aumento das receitas em 92 milhões de contos e das despesas, excluindo amortizações, em 42 milhões de contos. O défice diminuía assim em 50 milhões de contos relativamente ao orçamento inicial.

O valor bruto da dívida pública directa do Estado, no final de 1991, correspondia a 68.3 por cento do PIB, o que equivale a mais 0.1 pontos percentuais do que em 1990. Deve contudo referir-se que os depósitos do Tesouro registaram um grande aumento, em 1991, passando de 6.4 para 11.4 por cento do PIB. Para esta evolução foi determinante a utilização de bilhetes do Tesouro no novo sistema de controlo monetário, que envolve o depósito de receitas da emissão destes títulos numa conta no Banco de Portugal (conta aplicação de bilhetes do Tesouro).

Em 1991, os fluxos financeiros entre Portugal e a Comunidade Europeia registaram um saldo de 170.6 milhões de contos, ou seja, 1.7 por cento do PIB (1.4 em 1990).

Quadro V.1

**SALDO DAS CONTAS DO SPA**

Milhões de contos

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>	1992 <sup>E</sup>
Saldo global <sup>(a)</sup> .....	-308.9	-551.8	-678.2	-654.4
(em % do PIB) .....	-4.3	-6.4	-6.8	-5.8
Saldo primário ajustado <sup>(b)</sup> .....	146.9	49.5	-18.2	168.5
(em % do PIB) .....	2.0	0.6	-0.2	1.5

Fonte: Banco de Portugal.

Notas:

(a) Inclui as despesas líquidas com activos financeiros.

(b) Saldo global menos despesas com juros líquidas dos juros recebidos e das receitas do IRS resultantes da tributação dos juros da dívida pública.

Quadro V.2

**SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO**

Peso na economia

Percentagem do PIB

	1989	1990	1991	1992
Receitas totais .....	40.7	40.2	42.0	45.7
Despesas totais <sup>(a)</sup> .....	45.0	46.6	48.8	51.6
Necessidades de financiamento .....	5.9	6.1	5.7	5.1
Dívida pública directa bruta <sup>(b)</sup> .....	70.8	68.2	68.3	

Notas:

(a) Inclui as despesas líquidas com activos financeiros.

(b) Dívida interna titulada e dívida externa registada do Estado.

**2. Receitas públicas**

As receitas totais do SPA, excluindo as receitas das privatizações (ver quadro V.4), aumentaram 21.5 por cento em 1991, passando de 40.2 para 42.0 por cento do PIB. As receitas

(5) Lei nº 115/91, de 18 de Dezembro.

Quadro V.3

CONTAS NACIONAIS DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Milhões de contos

	1990					1991 <sup>P</sup>				
	Administração Central		Adminis- tração Local	Segurança Social	Total	Administração Central		Adminis- tração Local	Segurança Social	Total
	Estado	Fundos e Serviços Autónomos <sup>(a)</sup>				Estado	Fundos e Serviços Autónomos <sup>(a)</sup>			
1. RECEITAS CORRENTES .....	2062.0	702.2	199.3	969.9	3304.9	2532.4	815.0	239.0	1135.4	3966.2
Impostos sobre o rendimento e o património .....	735.4	-	46.3	-	781.7	955.1	-	54.2	-	1009.3
Contribuições sociais .....	-	-	-	878.1	878.1	-	-	-	1047.0	1047.0
Impostos sobre bens e serviços ..	1146.1	84.9	51.8	7.3	1290.1	1349.7	53.7	60.6	7.0	1471.0
Outras receitas correntes .....	180.5	617.3	101.2	84.5	355.0	227.6	761.3	124.2	81.4	438.9
(Sendo:										
Transf. de outros subsect.) ...	10.4	484.0	80.6	53.5	-	3.6	581.9	100.1	70.0	-
2. DESPESAS CORRENTES .....	2283.3	641.2	156.2	941.9	3394.1	2818.6	796.9	188.3	1141.8	4190.0
Bens e serviços .....	815.7	401.4	140.1	34.2	1391.4	1022.9	507.8	168.1	40.8	1739.6
Subsídios .....	61.0	77.0	0.0	0.0	138.0	53.9	96.9	0.0	0.0	150.8
Juros da dívida pública .....	681.5	5.4	5.5	0.0	692.4	816.3	15.0	7.8	0.0	839.1
Transferências correntes .....	725.1	157.4	10.6	907.7	1172.3	925.5	177.2	12.4	1101.0	1460.5
(Sendo:										
Transf. para outros subsect.) .	566.1	12.1	0.6	49.7	-	699.1	7.5	0.9	48.1	-
3. POUPANÇA CORRENTE .....	-221.3	61.0	43.1	28.0	-89.2	-286.2	18.1	50.7	-6.4	-223.8
4. RECEITAS DE CAPITAL .....	45.9	162.6	84.0	27.3	133.1	67.5	233.0	121.9	78.2	209.8
(Sendo:										
Transf. de outros subsect.) ...	1.7	123.0	60.6	1.4	-	0.0	209.1	79.4	2.3	-
5. DESPESAS DE CAPITAL .....	279.1	227.4	141.9	46.0	507.7	324.1	303.8	180.5	102.8	620.4
FBCF .....	75.9	114.5	136.7	7.3	334.4	79.6	129.8	174.4	9.0	392.8
Transferências de capital .....	203.2	112.9	5.2	38.7	173.3	244.5	174.0	6.1	93.8	227.6
(Sendo:										
Transf. para outros subsect.) .	146.3	2.5	0.0	37.9	-	191.3	4.6	1.1	93.8	-
6. POUPANÇA FINANCEIRA .....	-454.5	-3.8	-14.8	9.3	-463.8	-542.8	-52.7	-7.9	-31.0	-634.4
7. ACTIVOS FINANCEIROS .....	47.7	39.3	0.1	0.9	88.0	13.5	30.2	0.1	0.0	43.8
8. SALDO TOTAL .....	-502.2	-43.1	-14.9	8.4	-551.8	-556.3	-82.9	-8.0	-31.0	-678.2

Fonte: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Nota:

(a) Inclui os fundos privativos.

fiscais, por seu turno, registaram um crescimento de 19.6 por cento, representando, em 1991, 35.5 por cento do PIB (34.5 por cento em 1990).

As grandes rubricas das receitas correntes apresentaram evoluções bastante diferenciadas, com os impostos sobre o rendimento e o património a crescerem 29.1 por cento, as contribuições sociais 19.2 por cento e os impostos

sobre bens e serviços 14.0 por cento. As outras receitas correntes aumentaram 23.6 por cento.

O comportamento das receitas dos impostos sobre o rendimento é aparentemente surpreendente, designadamente por surgir no quadro de algum desagravamento fiscal, com uma actualização dos escalões e deduções do IRS acima da taxa de inflação observada e uma redução da taxa do IRC de 36.5 para 36

Quadro V.4

**SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO**  
Taxas de crescimento e estrutura das receitas

	Taxas de crescimento - em percentagem			Estrutura - em percentagem do PIB		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Receitas correntes .....	17.2	20.0	19.3	38.6	39.9	42.3
Receitas fiscais .....	18.7	19.6	19.6	34.5	35.5	37.7
Impostos sobre o rendimento e o património .....	21.2	29.1	21.3	9.1	10.2	10.9
dos quais:						
Imposto s/o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS) ..	35.0	33.5	30.1	5.3	6.1	7.1
Imposto s/o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC) ..	125.0	36.1	13.4	2.5	2.9	3.0
Contribuições para a Segurança Social .....	23.4	19.2	9.8	10.3	10.5	10.3
Impostos sobre bens e serviços .....	14.4	14.0	25.4	15.1	14.8	16.5
dos quais:						
Imposto s/o Valor Acrescentado (IVA) .....	15.0	15.6	41.3	6.5	6.4	8.1
Imposto sobre produtos petrolíferos (ISP) .....	18.0	23.7	20.0	2.9	3.1	3.3
Outras receitas correntes .....	6.0	23.6	17.0	4.1	4.4	4.6
Receitas de capital .....	31.9	57.6	38.6	1.6	2.1	3.4
Receitas totais .....	17.7	21.5	20.6	40.2	42.0	45.7

por cento. No entanto, é necessário ter em conta que parte do crescimento de receitas verificado resulta da tributação dos juros da dívida pública emitida posteriormente a Maio de 1989.

As receitas dos impostos sobre bens e serviços, pelo contrário, registaram uma taxa de crescimento claramente inferior às do PIB e do consumo privado.

Quadro V.5

**SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO**  
Taxas de crescimento e estrutura das despesas

	Taxas de crescimento - em percentagem			Estrutura - em percentagem do PIB		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Despesas correntes .....	23.1	23.5	17.0	39.7	42.1	43.9
Bens e serviços .....	26.2	25.0	16.4	16.3	17.5	18.1
Subsídios .....	8.5	9.3	16.6	1.6	1.5	1.6
Juros da dívida .....	35.7	21.2	24.2	8.1	8.4	9.3
Transferências correntes .....	15.3	24.6	13.7	13.7	14.7	14.9
Despesas de capital .....	25.3	22.2	17.1	5.9	6.2	7.2
FBCF .....	51.8	17.5	16.4	3.9	3.9	4.1
Transferências de capital .....	-6.3	31.3	18.1	2.0	2.3	3.1
Activos financeiros .....	30.8	-50.2	17.0	1.0	0.5	0.5
Despesas totais .....	23.6	21.7	17.0	46.6	48.8	51.6

Em 1991, as privatizações proporcionaram ao Tesouro receitas no valor de 108.6 milhões de contos.

### 3. Despesas públicas

As despesas do Sector Público Administrativo, incluindo activos financeiros (ver quadro V.5), registaram uma taxa de crescimento de 21.7 por cento (23.3 excluindo activos financeiros), aumentando o seu peso no PIB de 46.6 para 48.8 por cento. As despesas correntes tiveram um acréscimo de 23.5 por cento.

Apesar da actualização da tabela de remunerações da função pública ter sido de 13.5 por cento, as despesas com pessoal cresceram 27 por cento. Esta divergência é explicada pelo novo sistema retributivo dos trabalhadores da administração pública que, em 1991, envolveu a segunda fase do novo sistema de vencimentos dos professores do ensino não superior e o descongelamento de escalões.

O pagamento de juros teve também um forte incremento em 1991: mais 21.2 por cento do que em 1990. No entanto, uma parte significativa deste acréscimo deve-se simplesmente ao peso crescente da dívida tributada em IRS e IRC que, *ceteris paribus*, tem taxas de juro brutas mais elevadas.

As transferências correntes continuaram a crescer mais do que o PIB. O seu principal componente, as transferências da Segurança Social, aumentaram 21.3 por cento, devido não só à actualização das pensões e outras prestações sociais, mas também ao aumento do número de pensionistas e à substituição de pensionistas com pensões muito baixas por outros com pensões mais elevadas.

As transferências correntes do Estado para as outras administrações públicas ascenderam a 706.9 milhões de contos (mais 24.9 por cento que no ano anterior).

As despesas de investimento do SPA registaram, em 1991, uma taxa de crescimento de 17.5 por cento.

### 4. Financiamento e dívida pública

As necessidades de financiamento do Sector Público Administrativo (ver quadro V.6), em 1991, terão ascendido a 567.1 milhões de contos, o que equivale a 5.7 por cento do PIB (6.1 por cento em 1990). Este valor é claramente inferior ao do défice devido às receitas das privatizações utilizadas na amortização de dívida e ao pequeno montante de regularizações de dívidas pelo Tesouro (4.5 milhões de contos).

Em contraste com 1990, o crédito interno monetário, no seu conjunto, manteve-se praticamente invariante, registando-se algum aumento do crédito bancário e uma diminuição no montante de BT e CLIP na posse do público. No âmbito do crédito bancário assinala-se o grande aumento do crédito das OIM, em detrimento do Banco de Portugal, decorrente, em larga medida, da "Grande Operação" de absorção da liquidez excedentária, iniciada no final de 1990 e concluída em Março de 1991.

O crédito interno não monetário, apesar de ter mantido a tendência descendente, continuou a ser uma das principais fontes de financiamento do SPA. O seu valor foi, no entanto, ultrapassado pelas cedências de títulos de dívida interna a não residentes. De facto, a diferença entre as taxas de juro, num quadro de relativa estabilidade cambial, suscitou um forte movimento de aquisição de títulos de dívida pública portugueses por não residentes, em particular no segundo trimestre (191.6 milhões de contos, em termos líquidos). A exigência, a partir de Julho, de autorização prévia para a compra por não residentes de obrigações indexadas, reduziu significativamente o volume deste tipo de operações, no segundo semestre. Permaneceu muito vivo, contudo, o interesse por obrigações de taxa fixa que, no quadro dos compromissos de liberalização assumidos por Portugal, continuaram acessíveis a não residentes.

Quadro V.6

**NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO<sup>(a)</sup>**

Milhões de contos

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
Défice do Sector Público Administrativo ...	241.6	463.8	634.4
Activos financeiros .....	67.3	88.0	43.8
Outras operações .....	191.0	98.0	4.5
Receitas provenientes de alienações e afectas a amortizações de dívida .....	-44.8	-105.1	-88.0
Ajustamento - período complementar .....	-25.1	-12.6	-20.0 <sup>F</sup>
Ajustamento - Segurança Social <sup>(b)</sup> .....	-6.0	-6.6	-7.6
<b>Total .....</b>	<b>424.0</b>	<b>525.5</b>	<b>567.1</b>
Crédito interno líquido .....	474.5	562.3	393.4
Monetário .....	-68.6	220.1	10.5
Bancário .....	-81.9	39.6	217.8
Banco de Portugal .....	-110.6	-207.5	-1181.4
Outras Instituições Monetárias (OIM) do qual: aplicações financeiras .....	17.9	277.9	1415.1
(-) Governos regionais .....	-39.3	169.1	780.9
BT e CLIP na posse do público .....	-10.8	30.8	15.9
Não monetário .....	13.3	180.5	-207.3
do qual: Certificados de aforro (líq.) .....	556.8	323.8	308.6
Crédito não titulado <sup>(c)</sup> .....	114.8	174.7	185.6
Crédito externo líquido (dívida registada) .....	-13.7	18.4	74.3
Cedências de títulos de dívida interna a não residentes (líq.) .....	-102.9	-178.8	-132.7
Disp. líq. s/o exterior do Tesouro <sup>(d)</sup> .....	26.8	151.1	385.0
Ajustamento-Bilhetes do Tesouro .....	12.7	0.4	-13.5
Ajustamento-Bilhetes do Tesouro .....	10.6	-71.4	-88.9
Discrepância estatística .....	2.3	61.9	23.8

Notas:

(a) A definição de Sector Público Administrativo retida nas Estatísticas Monetárias e Financeiras é mais lata que a das Contas Nacionais, na medida em que abrange os créditos aos Governos das Regiões Autónomas, bem como a alguns organismos autónomos considerados como empresas públicas na óptica das Contas Nacionais.

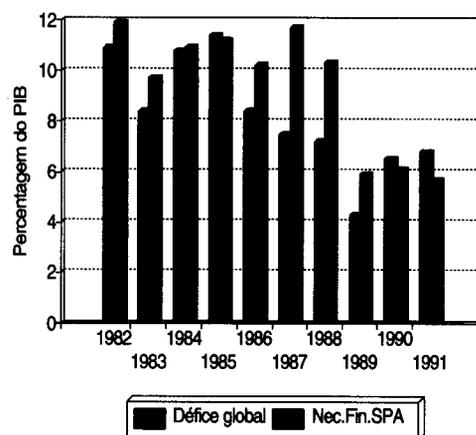
(b) Ajustamento devido à exclusão das Contas Nacionais do Sector Público Administrativo das receitas e despesas da Segurança Social processadas nas Regiões Autónomas.

(c) Os valores de 1989 e 1990 correspondem à variação de dívidas à Segurança Social. Em 1990 e 1991 incluem a contabilização dos juros das obrigações do tesouro Capitalização Automática e em 1991 incluem o acréscimo de dívidas do Sector Público Administrativo.

(d) Aumento(-), diminuição(+).

Gráfico V.1

**DÉFICE GLOBAL E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO**



A dívida pública directa bruta<sup>(6)</sup> (ver quadro V.8), no final de 1991, cifrava-se em 6786.5 milhões de contos (mais 968.7 milhões de contos que um ano antes). Este valor corresponde a 68.3 por cento do PIB, o que representa um acréscimo de 0.1 pontos percentuais em relação a 1990. A dívida pública externa denominada em moeda estrangeira continuou a diminuir, baixando o seu peso na dívida pública directa total de 11.6 para 7.9 por cento. No entanto, se se lhe adicionar a dívida denominada em escudos na posse de não residentes verifica-se que a dívida pública externa aumentou a sua importância relativa, passando de 14.8 para 16.4 por cento do total.

Em 1991, a diferença entre o aumento da dívida do Estado e o valor, consideravelmente inferior, das suas necessidades de financiamento decorre, basicamente, da forte expansão dos depósitos do Tesouro (mais 586.2 milhões de contos). Esta expansão ficou a de-

(6) Dívida interna titulada e dívida externa registada do Estado.

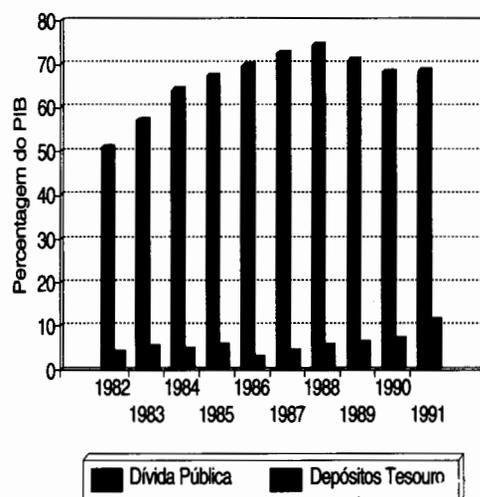
Quadro V.7

**DÉFICE E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO  
DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO**

Porcentagem do PIB

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
Défice do Sector Público Administrativo . . . . .	3.4	5.4	6.4
Activos financeiros . . . . .	0.9	1.0	0.4
Outras operações . . . . .	2.7	1.1	0.1
Receitas provenientes de alienações e afectas a amortizações de dívida . . . . .	-0.6	-1.2	-0.9
Ajustamento - período complementar . . . . .	-0.4	-0.1	-0.2
Ajustamento - Segurança Social . . . . .	-0.1	-0.1	-0.1
Necessidades de financiamento . . . . .	5.9	6.1	5.7

Gráfico V.2

**DÍVIDA PÚBLICA DIRECTA BRUTA E DEPÓSITOS  
DO TESOURO**


ver-se, no essencial, ao aumento do saldo da conta aplicação de bilhetes do Tesouro no

Quadro V.8

**DÍVIDA PÚBLICA DIRECTA EFECTIVA**  
 Saldos em fim de período

	1989	1990	1991
<b>Em milhões de contos</b>			
Dívida Interna <sup>(a)</sup> . . . . .	4212.0	5145.3	6251.4
Certificados de aforro . . . . .	306.3	523.5	823.2
Bilhetes do Tesouro . . . . .	795.2	1086.2	1543.8
Crédito por Leilão ao Investimento Público (CLIP) . . . . .	429.0	429.0	429.0
Obrigações do Tesouro . . . . .	2474.4	2930.9	3427.9
Fundos de Investimento Público (FIP) . . . . .	646.2	1056.1	1848.1
Obrigações de Capitalização Automática . . . . .	147.1	366.8	382.1
Obrigações do Tesouro - médio prazo . . . . .	121.2	75.4	515.4
Outras obrigações do Tesouro . . . . .	1559.9	1432.6	682.3
Outros . . . . .	207.1	175.7	27.5
Dívida Externa <sup>(b)</sup> . . . . .	869.8	672.5	535.1
Total . . . . .	5081.8	5817.8	6786.5
<b>Por memória:</b>			
Depósitos do Tesouro . . . . .	430.3	547.5	1133.7
<b>Em percentagem do PIB</b>			
Dívida Interna . . . . .	58.7	60.3	62.9
Dívida Externa . . . . .	12.1	7.9	5.4
Total . . . . .	70.8	68.2	68.3
<b>Estrutura (em percentagem)</b>			
Dívida Interna . . . . .	82.9	88.4	92.1
Dívida Externa . . . . .	17.1	11.6	7.9

Fonte: Direcções-Gerais do Tesouro (DGT) e da Junta do Crédito Público (DJCP).

Notas:

- (a) Emitida no mercado interno. Inclui dívida relativa ao ex-Fundo Especial de Transportes Terrestres (FETT), ex-Fundo de Abastecimento, Instituto de Apoio aos Produtos Oleaginosos (IAPO), Junta Nacional dos Produtos Pecuários (JNPP) e Hidroeléctrica de Cabora Bassa (HCB).
- (b) Não inclui dívida emitida no mercado interno detida por não residentes. Não inclui os compromissos relativos a Cabora Bassa e as promissórias do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

Banco de Portugal, no âmbito do novo sistema de controlo monetário. No final do ano, os depósitos do Tesouro ascendiam a 1133.7 milhões de contos, ou seja 11.4 por cento do PIB (6.4 em 1990). A dívida do Estado líquida destes depósitos correspondia a 56.9 por cento do PIB (62 por cento em 1990).

Quadro V.9

**TAXAS DE JURO DA DÍVIDA PÚBLICA DIRECTA**

Em percentagem

	1989	1990	1991
Taxa de juro implícita nominal			
Dívida interna <sup>(a)</sup> .....	11.8	13.9	14.7
Dívida externa .....	8.6	8.2	7.1
Taxa de juro implícita real da dívida interna			
Com preços no consumidor .....	-0.8	0.5	3.3
Com deflacionador do PIB .....	-1.5	-0.6	1.4

Nota:

(a) Não inclui a dívida representada por Certificados de Aforo e Obrigações de Capitalização Automática. Taxas líquidas dos impostos sobre os juros recebidos pelo Estado.

**5. Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia**

O saldo total dos fluxos financeiros entre Portugal e Comunidade Europeia, em 1991, ascendeu a 170.6 milhões de contos<sup>(7)</sup> (ver quadro V.10), o que representa um acréscimo de 41.3 por cento em relação ao ano anterior. Este valor equivale a 1.7 por cento do PIB (1.4 por cento em 1990).

Os pagamentos de Portugal à Comunidade cifraram-se em 130.2 milhões de contos (1.3 por cento do PIB), aumentando 37.3 por cento relativamente a 1990. Esta evolução resultou tanto da contribuição financeira, como dos direitos aduaneiros e direitos niveladores agrícolas.

Os recebimentos atingiram 300.8 milhões de contos (3 por cento do PIB), o que representa um acréscimo de 39.6 por cento. As transferências dos fundos estruturais totalizaram 235.5 milhões de contos, ou seja, mais 45.4 por cento que em 1990. As transferências do Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola (FEOGA-Garantia), que visam essencialmente

(7) Numa óptica de caixa.

a regularização dos mercados de produtos sujeitos ao regime de transição clássica, registaram também um forte acréscimo, apresentando uma taxa de crescimento de 47.8 por cento.

No quadro dos fundos estruturais, o Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER) reforçou o seu peso no conjunto, quase duplicando as suas transferências para Portugal (147.3 contra 74.1 milhões de contos em 1990). Estas têm-se orientado designadamente para o investimento em acessibilidades e outras infra-estruturas e para o desenvolvimento dos recursos humanos. As transferências dos outros fundos estruturais mantiveram-se praticamente ao nível do ano anterior.

Quadro V.10

**FLUXOS FINANCEIROS COM A COMUNIDADE EUROPEIA**

Milhões de contos

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
1. Pagamentos .....	82.8	94.8	130.2
Contribuição financeira .....	52.9	63.3	88.7
Dir. aduan. e dir. niveladores agrícolas ..	26.2	27.7	37.7
Outros pagamentos (ou devoluções) ....	3.7	3.8	3.8
2. Recebimentos .....	198.7	215.5	300.8
Reemb. da contribuição financeira .....	29.8	15.1	8.4
Reemb. de recursos próprios .....	0.5	-	-
FEOGA-Garantia <sup>(a)</sup> .....	30.0	38.3	56.6
FEOGA-Orientação <sup>(b)</sup> .....	25.6	40.6	41.3
FEDER <sup>(c)</sup> .....	63.0	74.1	147.3
FSE <sup>(d)</sup> .....	35.4	29.7	26.6
PEDIP-Linha Orçamental Específica <sup>(e)</sup> ...	10.1	17.6	20.3
Outros recebimentos .....	4.3	0.1	0.3
3. Saldo (2-1) .....	115.9	120.7	170.6
(em percentagem do PIB) .....	1.6	1.4	1.7

Fonte: Direcção-Geral do Tesouro.

Notas:

(a) Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola-Secção Garantia.

(b) Fundo Europeu de Orientação e Garantia Agrícola-Secção Orientação.

(c) Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional.

(d) Fundo Social Europeu.

(e) Programa Específico para o Desenvolvimento da Indústria Portuguesa - Linha Orçamental Específica.

## A HARMONIZAÇÃO DA TRIBUTAÇÃO INDIRECTA NA COMUNIDADE EUROPEIA

A eliminação das fronteiras fiscais na Comunidade Europeia constitui um dos elementos fundamentais da construção do mercado interno. Nesse sentido, a Comissão das Comunidades apresentou, em 1987, um conjunto de propostas de directivas visando a aproximação dos sistemas de tributação indirecta dos Estados-membros. Essas propostas podem sintetizar-se em cinco pontos:

- tributação no país de origem, suprimindo a distinção entre as transacções dentro de cada país e as transacções entre Estados-membros;
- aproximação das taxas do imposto sobre o valor acrescentado (IVA), devendo a taxa normal situar-se entre 14 e 20 por cento e a taxa reduzida entre 4 e 9 por cento;
- abolição da taxa zero e das taxas agravadas do IVA;
- uniformização total dos impostos sobre consumos específicos – produtos petrolíferos, bebidas alcoólicas e tabacos;
- criação de um sistema de compensação, assegurando a afectação das receitas fiscais de acordo com o consumo dos produtos.

Vários Estados-membros levantaram objecções a esta orientação. O Reino Unido entendia que a harmonização do IVA e dos impostos sobre consumos específicos devia resultar das pressões do mercado e não de decisões políticas ao nível comunitário. A França, a Irlanda e a Dinamarca, em particular, manifestaram preocupação em rela-

ção ao previsível decréscimo das suas receitas fiscais. A maioria considerava o sistema de compensação inadequado.

A compatibilização do objectivo final com as posições particulares dos vários Estados-membros exigia uma flexibilização do esquema inicial da Comissão, que, entretanto, reformulou as suas propostas. O processo de convergência culminou no acordo alcançado no Conselho de Ministros da Economia e Finanças de 24 de Junho de 1991, abrangendo quer o IVA quer os impostos sobre consumos específicos.

O regime definitivo do IVA será caracterizado pelo princípio da tributação no país de origem, tal como era proposto pela Comissão. No entanto, entre 1 de Janeiro de 1993 e, em princípio, 1 de Janeiro de 1997, vigorará um regime transitório baseado ainda na tributação no país de destino, mas sem implicar qualquer procedimento aduaneiro nas transacções entre Estados-membros. A regulamentação deste regime transitório foi feita através de uma Directiva do Conselho, de 16 de Dezembro de 1991 (91/680/CEE).

No que respeita ao sistema de taxas do IVA, a partir de 1 de Janeiro de 1993, todos os Estados-membros deverão ter em vigor uma taxa normal igual ou superior a 15 por cento. Por outro lado, poderão aplicar a uma lista relativamente limitada de bens e serviços de tipo social ou cultural uma ou duas taxas reduzidas com um nível igual ou superior a 5 por cento. Todas as taxas agravadas serão abolidas. No quadro do regime transitório poderão manter-se as taxas super-reduzidas (1 a 4 por cen-

Quadro 1  
AS TAXAS DO IVA NA CE<sup>(a)</sup>

Em percentagem

	Taxas reduzidas	Taxa normal	Taxas agravadas
Alemanha .....	7	14	-
Bélgica .....	1 e 6	19	25 e 25+8
Dinamarca .....	-	22 <sup>(b)</sup>	-
Espanha .....	6	12 <sup>(c)</sup>	28 e 33
França .....	2.1 e 5.5	18.6	22
Grécia .....	4 e 8	18	36
Holanda .....	6	18.5	-
Irlanda .....	0, 2.3, 10 e 12.5	21	-
Itália .....	9, 4 e 12	19	38
Luxemburgo .....	3 e 6	12 <sup>(d)</sup>	-
Portugal .....	0 e 8 <sup>(e)</sup>	17 <sup>(f)</sup>	30
Reino Unido .....	0	17.5	-
Regime transitório ...	≥ 5	≥ 15	-

Notas:

- (a) Taxas aplicáveis a 31 de Dezembro de 1991.  
 (b) 25 por cento a partir de Janeiro de 1992.  
 (c) 13 por cento a partir de Janeiro de 1992.  
 (d) 15 por cento a partir de Janeiro de 1992.  
 (e) 5 por cento a partir de 24 de Março de 1992.  
 (f) 16 por cento a partir de 24 de Março de 1992.

to) e as taxas zero existentes a 1 de Janeiro de 1991. Em 1992, deverá ser aprovada uma Directiva do Conselho sobre a aproximação das taxas do IVA.

No quadro 1 apresentam-se as taxas do IVA nos Estados-membros em Dezembro de 1991. Em consequência do acordo de Junho de 1991, até 1993 a Bélgica, a França, a Grécia, a Espanha e Portugal abolirão as taxas agravadas, e a Alemanha, a Espanha e o Luxemburgo aumentarão as suas taxas normais (a Alemanha de 14 para 15 por cento, a Espanha e o Luxemburgo de 12 para 15 por cento).

Como é conhecido, Portugal, por motivos de consolidação orçamental, decidiu eliminar a taxa zero já em 1992. Os bens e serviços, que dela beneficiavam, serão agora tributados a uma taxa reduzida de 5 por cento. A anterior taxa reduzida de 8 por cento foi abolida, passando parte dos bens e ser-

viços nela abrangidos para a nova taxa de 5 por cento, e os restantes para a taxa normal. Esta última baixou de 17 para 16 por cento, mantendo-se a taxa agravada em 30 por cento. Os efeitos destas alterações são analisados na caixa sobre os Orçamentos do Estado e da Segurança Social para 1992.

A eliminação dos procedimentos aduaneiros na circulação de mercadorias no espaço da Comunidade Europeia, a partir do início de 1993, significa para os consumidores a liberdade de realizarem as suas aquisições no Estado-membro da sua escolha, sendo tributados de acordo com o sistema fiscal desse Estado. Isto implica, designadamente, a supressão de limitações às compras dos viajantes. Há, no entanto, duas excepções durante o período transitório: as compras de veículos de turismo novos serão sempre tributadas no país de matrícula, e as compras efectuadas junto de empresas especializadas na venda por correspondência serão tributadas na país de chegada dos bens. Por seu lado, as empresas verão os seus custos administrativos significativamente reduzidos.

A supressão dos procedimentos aduaneiros suscita alguma preocupação em matéria de fraude fiscal. Os controlos passarão a fazer-se a posteriori, como já acontece nos vários países para as transacções internas, com base nos documentos comerciais habituais, que deverão ser mantidos à disposição da administração fiscal. Entretanto, foi aprovado um Regulamento do Conselho relativo à cooperação informática entre as administrações nacionais, visando o combate à evasão e fraude fiscais no IVA<sup>(1)</sup>.

No que respeita aos impostos sobre consumos específicos, o acordo de 24 de Junho de 1991 completou as normas sobre o sistema de circulação de produtos a ele sujeitos, aprovadas em Dezembro de

(1) Regulamento (CEE) n.º 218/92 do Conselho, de 27 de Janeiro de 1992.

1990. Ao contrário do IVA, o regime definido para estes impostos é definitivo.

O sistema de circulação, que entrará em vigor a 1 de Janeiro de 1993, assentará numa rede de entrepostos interligados que permitirão o trânsito dos produtos em causa com suspensão do pagamento dos impostos desde o local de produção ao local de consumo. Os impostos só serão pagos no momento da colocação dos produtos em venda a retalho, às taxas aplicáveis no país de consumo. Este sistema é idêntico ao que existe em cada um dos Estados-membros, apenas diferindo no facto de ser à escala de toda a Comunidade.

As grandes diferenças entre os impostos sobre consumos específicos nos vários Estados-membros inviabilizaram a uniformização total proposta inicialmente pela Comissão. Em alternativa, o Conselho chegou a acordo sobre um conjunto de valores mínimos a respeitar a partir de 1 de Janeiro de 1993 (ver quadro 2). Os valores objectivo apresentados na proposta reformulada da Comissão terão um carácter indicativo, sendo utilizados como referência sempre que estiverem em apreciação alterações nas taxas destes impostos. O compromisso alcançado articula-se com as políticas de ambiente, transportes e saúde definidas a nível comunitário.

Quadro 2

IMPOSTOS SOBRE CONSUMOS ESPECÍFICOS NA CE<sup>(a)</sup>

	Álcool destilado (Ecu por hl)	Vinho (Ecu por hl)	Cerveja (Ecu por hl)	Cigarros <sup>(b)</sup> (Ecu por 1000 un.)	<i>ad valorem</i> -% (Ecu por 1000 l)	Gasolina <sup>(c)</sup> (Ecu por 1000 l)
Alemanha .....	1241.4	0.0	6.5	30.1	43.8	447.9
Bélgica .....	1504.9	34.8	16.3	4.7	65.8	360.9
Dinamarca .....	1804.4 <sup>(d)</sup>	137.9	67.9	76.6	39.3	365.9
Espanha .....	569.5	0.0	3.9	1.2	52.7	379.4
França .....	1119.7	3.2	2.8	2.6	67.4	455.9
Grécia .....	177.5	0.0	9.4	1.2	67.9	231.1
Holanda .....	1373.7	35.8	19.4	26.2	34.8	496.1
Irlanda .....	2616.1	265.7	112.8	58.7	33.4	395.3
Itália .....	356.1 a 403.6	0.0	22.0	2.4	68.6	594.0
Luxemburgo .....	899.3	14.2	5.0	2.1	63.6	235.7
Portugal .....	568.7	0.0	11.9	2.8	68.5	530.1
Reino Unido .....	2712.4	172.4	75.8	57.4	42.2	370.1
Valores mínimos a partir de 1/1/93 <sup>(e)</sup> .....	(f)	0.0	1.87 <sup>(g)</sup>	0.0	57.0	337.0
Valores propostos pela Comissão <sup>(h)</sup> .....	1398.1	18.7	18.7	21.5	54.0	495.0

Fonte: Comissão da CE

Notas:

(a) Valores referentes a 1/9/91.

(b) Os impostos sobre os cigarros envolvem um componente *ad rem* e um componente *ad valorem* (soma do imposto sobre consumo específico *ad valorem* com o IVA).

(c) Gasolina com chumbo.

(d) Mais 37.5 por cento do preço por grosso.

(e) Aprovados no Conselho Ecofin de 24/6/91.

(f) Valor a fixar posteriormente.

(g) Valor por grau alcoólico; reduzido a metade para as pequenas cervejeiras independentes.

(h) Valor objectivo da proposta reformulada de 1989.

## OS ORÇAMENTOS DO ESTADO E DA SEGURANÇA SOCIAL PARA 1992

O Orçamento do Estado para 1992 está claramente condicionado pela necessidade de a economia portuguesa satisfazer, a médio prazo, os requisitos da participação na terceira fase da União Económica e Monetária (ver caixa a este propósito no Capítulo I do presente Relatório).

Tendo em vista estas condições, no final de 1991 o Governo aprovou e apresentou às instâncias comunitárias o Programa de Convergência Q2, em que se assume um conjunto de objectivos para o período 1992-1995. Neste quadro cabe à política orçamental um papel fundamental no preenchimento dos requisitos acima referidos, dado que condiciona directamente a redução dos défices públicos e do peso da dívida pública e indirectamente a desinflação e o decréscimo das taxas de juro. Na disciplina orçamental, o elemento crucial é a fixação de tectos para as despesas do Estado e do conjunto do SPA (excluindo o pagamento de juros) compatíveis com o objectivo escolhido para a inflação. Pretende-se, assim, evitar que a redução dos défices decorra predominantemente de medidas do lado da receita. Por outro lado, se a inflação observada exceder o objectivo, a política orçamental tornar-se-á automaticamente mais restritiva.

Em relação a 1992, o Q2 prevê que a despesa do Estado (sem juros) e a despesa do SPA (sem juros) não excedam 2.7 e 4.6 mil milhões de contos, respectivamente, e que o défice global do SPA (sem activos financeiros) não ultrapasse 4 por cento do PIB.

O Orçamento para 1992 prevê um défice do SPA (sem activos financeiros) correspondente a 5.2 por cento do PIB, dado que as alterações na tributação indirecta só produzirão efeitos, em termos de receita, durante parte do ano.

A projecção das Contas Nacionais do SPA para 1992, baseada nos Orçamentos do Estado e da Segurança Social, permite esperar uma redução do défice (incluindo activos financeiros) de 6.8 para 5.8 por cento do PIB. O saldo primário ajustado voltará a ser claramente positivo, atingindo 1.5 por cento do PIB (-0.2 em 1990).

As necessidades de financiamento deverão cifrar-se em 5.1 por cento do PIB (5.7 por cento em 1991), admitindo que as receitas das privatizações e as regularizações de dívidas se situarão nos níveis considerados no Orçamento (345 e 205 milhões de contos, respectivamente).

Apesar de se prever uma desaceleração do crescimento das receitas e das despesas totais do SPA, o seu peso no PIB continuará a aumentar em 1992.

As receitas fiscais manterão a taxa de crescimento de 1991 o que determina um forte acréscimo do nível de fiscalidade, que se situará em 37.7 por cento do PIB (35.5 em 1991). Esta evolução é determinada pelas alterações introduzidas na tributação sobre bens e serviços, em particular no IVA. Com efeito, por motivos de consolidação orçamental, optou-se por antecipar o essencial da harmonização da tributação indirecta (ver caixa a este propósito) acordada a nível comunitário para 1992, que no caso de Portugal conduz a um acentuado aumento das receitas fiscais.

As alterações no IVA conduzem a um acréscimo de receitas, em relação ao que se verificaria com a estrutura anterior, estimado em 210 milhões de contos. Por outro lado tenderão a determinar aumentos de preços no consumo, que se reflectirão na taxa de inflação medida pelo IPC, embora não seja de esperar uma repercussão total sobre os consumidores da carga adicional do imposto.

Os impostos sobre o tabaco, o álcool e a cerveja também foram aumentados, reduzindo a significativa diferença em relação à maior parte dos Estados-membros da Comunidade. O imposto automóvel será alterado, no sentido de evitar uma tributação muito diferenciada de veículos com uma cilindrada quase idêntica. Por outro lado, passará também a abranger os veículos ligeiros de mercadorias.

Na área da tributação sobre o rendimento merecem referência particular dois aspectos, ambos no âmbito do IRS. Em primeiro lugar, pela primeira vez desde a reforma da tributação directa de 1989, os escalões do imposto foram actualizados de acordo com a inflação esperada (nos dois anos anteriores a actualização dos escalões foi claramente acima da inflação esperada), o que com os rendimentos reais a aumentar conduziria a um aumento da taxa média de imposto. Mas por outro lado, foram introduzidas alterações à proposta de Lei Orçamental envolvendo:

- um maior aumento da dedução específica do trabalho dependente;
- a autonomização das despesas com juros e amortizações de dívidas contraídas para a

compra ou construção de casas de habitação, ou com o pagamento de rendas no âmbito do regime do Arrendamento Urbano aprovado em 1990, no quadro do esquema de abatimentos ao rendimento líquido total;

- a criação de novos benefícios fiscais, com particular ênfase nas áreas da habitação e do mercado de capitais.

Todas estas disposições envolvem diminuição de receita, mas fundamentalmente em 1993, quando forem feitos os acertos referentes aos rendimentos de 1992.

As despesas com bens e serviços e as transferências correntes registarão, em 1992, taxas de crescimento claramente mais baixas do que nos anos anteriores: 16.4 e 13.7 por cento (25.0 e 24.6 em 1991). O mesmo não deverá suceder com os subsídios e os juros da dívida pública que aumentarão mais rapidamente que em 1991.

A previsão do saldo global dos fluxos financeiros com a CE aponta para um valor de 253 milhões de contos (170.6 em 1991), o que equivale a 2.3 por cento do PIB.

Quadro 1

PROECÇÃO DAS CONTAS NACIONAIS DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO PARA 1992

Milhões de contos

	Administração Central		Administração Local	Segurança Social	Total
	Estado	Fundos e Serviços Autónomos <sup>(a)</sup>			
<b>1. RECEITAS CORRENTES</b> .....	3132.6	905.0	275.4	1283.2	4734.3
Impostos sobre o rendimento e o património ..	1165.9	-	58.8	-	1224.7
Contribuições sociais .....	-	-	-	1149.5	1149.5
Impostos sobre bens e serviços .....	1727.2	42.0	66.1	8.6	1843.9
Outras receitas correntes .....	239.5	863.0	150.5	125.1	516.2
(Sendo: Transf. de outros subsectores) .....	3.1	652.5	104.0	102.3	-
<b>2. DESPESAS CORRENTES</b> .....	3362.9	904.7	214.9	1288.1	4908.7
Bens e serviços .....	1219.2	569.1	191.7	46.0	2026.0
Subsídios .....	62.3	117.9	0.0	0.0	180.2
Juros da dívida pública .....	1019.7	14.0	8.8	0.0	1042.5
Transferências correntes .....	1061.7	203.7	14.4	1242.1	1660.0
(Sendo: Transf. para outros subsectores) .....	776.0	32.0	1.0	52.9	-
<b>3. POUPANÇA CORRENTE</b> .....	-230.3	0.3	60.5	-4.9	-174.4
<b>4. RECEITAS DE CAPITAL</b> .....	70.6	439.8	140.6	93.6	380.9
(Sendo: Transf. de outros subsectores) .....	0.0	276.1	84.0	3.6	-
<b>5. DESPESAS DE CAPITAL</b> .....	388.5	461.8	204.4	117.0	808.0
FBCF .....	88.9	163.8	197.4	8.7	458.8
Transferências de capital .....	299.6	298.0	7.0	108.3	349.2
(Sendo: Transf. para outros subsectores) .....	251.9	4.5	0.0	107.3	
<b>6. POUPANÇA FINANCEIRA</b> .....	-548.2	-21.7	-3.3	-28.3	-601.5
<b>7. ACTIVOS FINANCEIROS</b> .....	18.0	34.9	0.0	0.0	52.9
<b>8. SALDO TOTAL</b> .....	-566.2	-56.6	-3.3	-28.3	-654.4

Fonte: Ministério das Finanças e Banco de Portugal

Nota:

(a) Inclui os fundos privados.

## SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA

### 1. Política monetária e cambial

#### 1.1 Apreciação global

A prossecução, em 1991, de uma política económica de natureza não acomodatória justificava-se pelo dinamismo da procura interna e pela necessidade de fazer convergir a taxa de inflação para um nível mais baixo, que fosse compatível com o crescimento da economia a médio prazo e com a sua integração plena na Comunidade Europeia (CE). Com efeito, em 1990, o ritmo de expansão da procura interna fora bastante superior ao crescimento sustentável da economia e o diferencial de inflação em relação à média dos países pertencentes ao mecanismo de taxa de câmbio do SME ascendeu no final do ano a 8.4 pontos percentuais.

A convergência nominal da economia surge, assim, como um objectivo central da política económica e a sua consecução seria tanto mais facilitada e os respectivos custos tanto menores, quanto maior fosse o grau de convergência entre as suas vertentes (monetária-cambial e orçamental) e quanto mais rápido fosse o ajustamento dos agentes económicos ao novo enquadramento, designadamente à estabilidade da taxa de câmbio nominal.

O esforço desinflationista veio a recair basicamente sobre a política monetária e cambial já que a política orçamental, sujeita a variados elementos de rigidez, quer no que se refere ao consumo e investimento públicos, quer na sua actividade redistributiva, não coadjuvou a política monetária e cambial na medida necessária a uma mais intensa desaceleração da procura interna. Por outro lado, no que se refere à política de rendimentos, a forte tensão

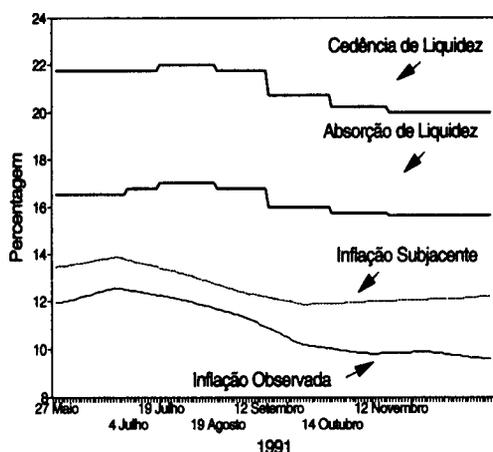
experimentada no mercado de trabalho conduziu a um crescimento médio dos salários superior ao acordado no Conselho de Concertação Social e pouco consentâneo com a evolução dos preços internacionais, facto que terá sido especialmente relevante para os sectores mais expostos à concorrência externa.

A política cambial continuou a basear-se na ligação do escudo à evolução das cinco principais moedas que integram o mecanismo de taxa de câmbio do SME, deixando-se o escudo flutuar, no curto prazo, dentro de uma banda limitada. Esta política traduziu-se numa apreciação nominal do escudo de 1.2 por cento em relação às moedas referidas e de 0.7 por cento em termos efectivos, prosseguindo-se, assim, uma política de não acomodação do diferencial de inflação de Portugal em relação ao exterior.

O facto de, para além da política cambial, o ónus da política desinflationista ter recaído sobre a política monetária traduziu-se numa subida acentuada (e generalizada) das taxas de juro ajustadas da inflação (gráfico VI.3) e na manutenção de taxas de juro nominais a nível elevado comparativamente às observadas nos países pertencentes ao mecanismo de taxa de câmbio do SME. A persistência de elevados diferenciais de taxa de juro face ao exterior, conjugada com expectativas de não-desvalorização do escudo, continuou a estimular a entrada de capitais externos e a exercer uma pressão muito forte para o aumento do valor externo da moeda. A necessidade de

Gráfico VI.1

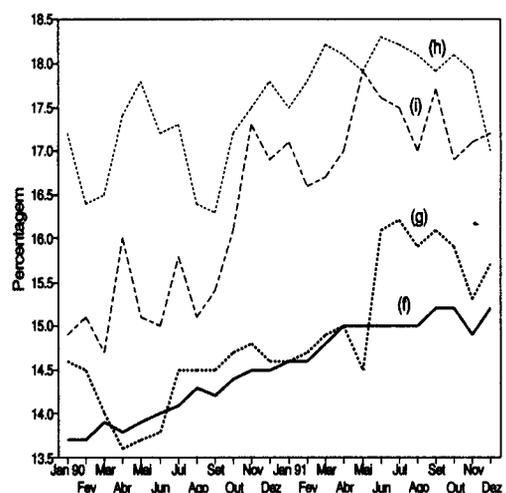
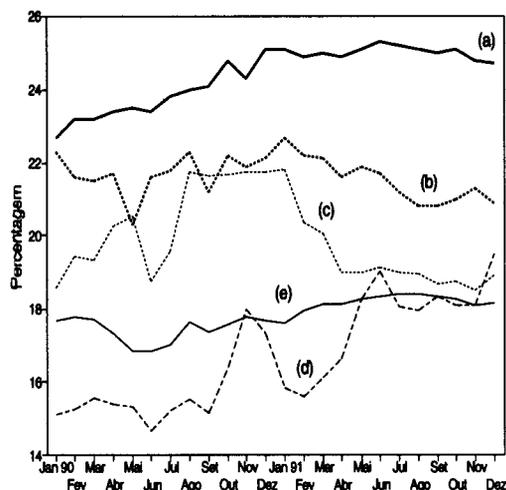
### TAXAS DE JURO OFICIAIS DE OPERAÇÕES REGULARES DE CEDÊNCIA E ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ



evitar uma apreciação excessivamente rápida da taxa de câmbio decorrente do afluxo de capitais especulativos aconselhou a que, no decurso do ano, fossem reforçadas as barreiras à entrada de capitais externos. Procurou-se, assim, conciliar a prossecução, no curto prazo, de uma política cambial não acomodatória com uma afectação não distorcida dos recursos a médio prazo entre os sectores transaccionável e não transaccionável, ao mesmo tempo que se procurava aumentar o grau de autonomia da política monetária em relação ao exterior. A imposição de barreiras às entradas de capitais terá de ser sempre encarada como uma medida de carácter transitório, quer pelos custos de eficiência que comporta quer pelo facto de a sua eficácia tender a ser decrescente com o tempo, quer ainda, noutra perspectiva, pelos compromissos de liberalização assumidos no âmbito do processo de integração europeia. A solução do problema reside, conforme referido anteriormente, numa combinação de políticas mais adequada à plena participação da economia portuguesa na União Económica e Monetária.

Gráfico VI.2

### TAXAS DE JURO

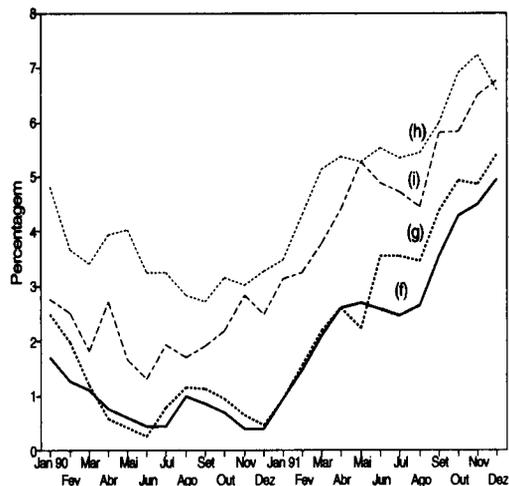
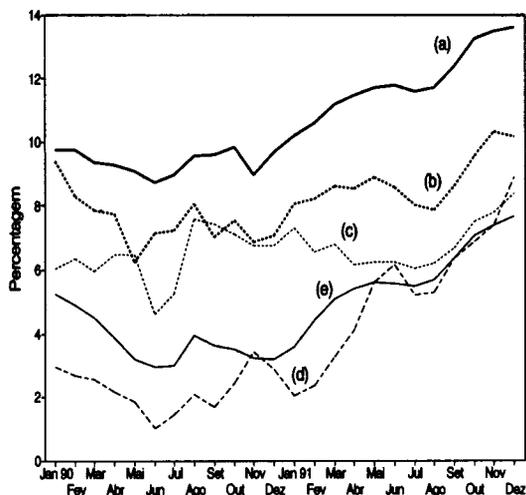


#### Notas:

- (a) Carteira comercial referente a empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias).
- (b) Empréstimos e outros créditos de empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias).
- (c) Leilões "cristal" de empresas públicas não financeiras liderados por Banco *Manufacturers Hanover* (Portugal), S.A. (6 meses).
- (d) Mercado monetário interbancário (28 a 32 dias).
- (e) Bilhetes do Tesouro - mercado primário (182 dias).
- (f) Depósitos a prazo (181 dias a 1 ano).
- (g) Depósitos a prazo (superior a 1 ano).
- (h) Certificados de depósito (181 dias a 1 ano).
- (i) Bilhetes do Tesouro cedidos sem recurso (181 dias a 1 ano).

Gráfico VI.3

TAXAS DE JURO DEFLACIONADAS<sup>(\*)</sup>

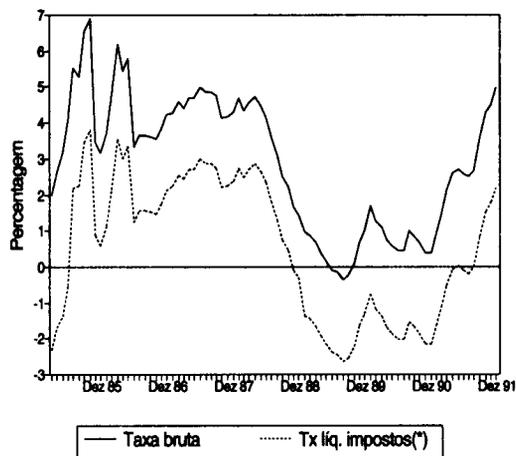


Notas:

- (\*) Taxas de juro deflacionadas pela média móvel dos últimos três meses do índice de preços no consumidor.
- (a) Carteira comercial referente a empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias).
  - (b) Empréstimos e outros créditos de empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias).
  - (c) Leilões "cristal" de empresas públicas não financeiras liderados por Banco *Manufacturers Hanover* (Portugal), S.A. (6 meses).
  - (d) Mercado monetário interbancário (28 a 32 dias).
  - (e) Bilhetes do Tesouro – mercado primário (182 dias).
  - (f) Depósitos a prazo (181 dias a 1 ano).
  - (g) Depósitos a prazo (superior a 1 ano).
  - (h) Certificados de depósito (181 dias a 1 ano).
  - (i) Bilhetes do Tesouro cedidos sem recurso (181 dias a 1 ano).

Gráfico VI.4

TAXA DE JURO DEFLACIONADA DOS DEPÓSITOS A PRAZO DE 181 DIAS A 1 ANO<sup>(a)</sup>



Notas:

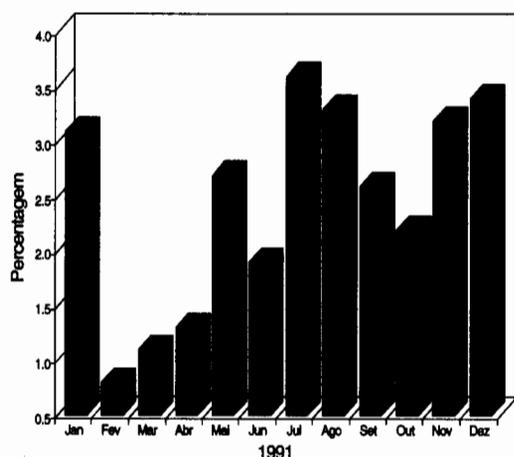
- (a) Taxa de juro deflacionada pela média móvel dos últimos três meses do índice de preços no consumidor.
- (\*) Até Dezembro de 1988 considerou-se a taxa do imposto de capitais (incluindo sobretaxas); a partir de Janeiro de 1989 considerou-se a taxa liberatória do IRS (20 por cento).

A execução da política monetária em 1991 foi também condicionada pela desregulamentação do sector bancário que decorreu do fim da imposição por via administrativa de restrições ao crescimento do crédito concedido por este sector. De facto, não obstante existirem indícios de que já no ano anterior parte dos efeitos decorrentes desta liberalização se fizera sentir, no âmbito da transição a que se procedeu mediante a substituição de limites de crédito por recomendações, tudo indica que terá sido em 1991 que aqueles efeitos mais acentuadamente tiveram lugar.

Como a experiência de outros países demonstra, a desregulamentação financeira (de que o abolição do racionamento quantitativo do crédito por via administrativa é um dos exemplos) se bem que tenda a promover ganhos de bem-estar na economia, ao induzir

Gráfico VI.7

**DESVIOS ENTRE VALORES OBSERVADOS E PROGRAMADOS DE L<sup>-</sup>**



privado, só poderá ser aceitável como um fenómeno transitório. Importa, assim, reconduzir os agregados monetários e de crédito a uma trajectória consistente com um abrandamento sustentado da despesa nominal, com-

patível com a consolidação das expectativas de redução da inflação.

Neste contexto, o Banco de Portugal anunciou que tomará como orientação quantitativa para o crescimento da liquidez de residentes não financeiros (L<sup>-</sup>) uma taxa de 12 por cento para o final de 1992, que deverá ser aproximada segundo uma trajectória de abrandamento regular ao longo do ano. Esta orientação baseia-se nos objectivos governamentais de 8 por cento para a inflação e cerca de 3 por cento para o crescimento real do produto interno bruto.

Na sequência de uma maior convergência da taxa de inflação para o nível médio europeu, o Governo decidiu propor a adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio (MTC) do SME, a qual se tornou efectiva em 6 de Abril de 1992. A referida integração do escudo no MTC teve lugar a uma taxa central de 178.735 escudos/ECU, podendo o escudo fluir, transitoriamente, dentro de uma banda de 6 por cento (para cima e para baixo) em torno das taxas centrais relativas às restantes moedas que participam no sistema.

## A INTEGRAÇÃO DO ESCUDO NO MECANISMO CAMBIAL DO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU

O escudo passou a integrar o Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC do SME) a partir de 6 de Abril de 1992. Na sequência do acordado com os restantes países participantes no mecanismo cambial, a adesão do escudo deu-se a uma taxa de câmbio central face ao ECU de 178.735 escudos, o que representou uma cotação da moeda nacional cerca de 1 por cento abaixo da taxa de mercado vigente no dia útil anterior (176.485 escudos). O escudo deverá respeitar a banda de flutuação alargada de 6 por cento, quer no sentido de apreciação, quer de depreciação, face a cada uma das outras moedas pertencentes ao MTC, banda esta a que já pertenciam a peseta e a libra esterlina. A passagem para a banda de flutuação normal (2.25 por cento) deverá processar-se assim que as condições económicas o aconselhem, dado ser esse um dos critérios a preencher pelos países que desejem participar plenamente na União Económica e Monetária.

A integração do escudo no MTC do SME implica que o instrumento cambial deixa de poder ser utilizado para suprir uma insuficiente disciplina nominal da economia portuguesa e, assim, procurar preservar a competitividade dos produtos nacionais. No novo quadro cambial, a manutenção da competitividade dos produtos portugueses requerirá um rigoroso controlo dos custos nominais e um esforço acrescido de crescimento da produtividade. A disciplina e o incentivo à modernização que a política cambial vinha exercendo sobre a economia nacional ficam assim decisivamente reforçados, e a necessidade de convergência com as economias dos parceiros comunitários é acentuada. O efeito disciplinador da política deverá tornar mais credível a perspectiva de uma inflação mais baixa, credibilidade essa determinante para que a convergência nominal ocorra sem elevados custos em termos de desemprego.

A alteração da política cambial vem também tornar mais precisos os limites da autonomia da política monetária interna que, em condições normais, ficará restringida pelos extremos da banda de flutuação acordada para a moeda nacional. No presente contexto, contudo, o Banco entende ser conveniente procurar manter uma margem de autonomia um pouco mais larga, através da manutenção de controlos à entrada de capitais, que permitam conciliar a satisfação daquela restrição com a continuação de condições monetárias internas rigorosas. À medida que o efeito combinado das políticas vá fazendo avançar a desinflação da economia nacional essas barreiras deverão ser desmanteladas.

A execução da política cambial portuguesa passou a estar condicionada, a partir de Abril, pelas regras de funcionamento do MTC do SME. A adesão ao MTC implica que cada banco central se comprometa a manter a taxa de câmbio de mercado da sua moeda, face a qualquer outra das moedas participantes, dentro de determinadas margens em redor de uma paridade central bilateral. Para cada uma das moedas participantes é estabelecida uma taxa de câmbio central face ao ECU (ver quadro 1), que só se altera quando é decidido um realinhamento, sendo por cruzamento destas taxas que se obtém a paridade central entre cada duas moedas. A partir desta definem-se os limites de flutuação máxima permitida, que de momento podem ser de 12 (= 2 x 6) ou de 4.5 por cento (= 2 x 2.25), e que, uma vez atingidos, obrigam à intervenção dos respectivos bancos centrais<sup>(1)</sup>. O conjunto das taxas

(1) Na realidade, e por motivos puramente aritméticos, os limites das bandas são 2.2753% para apreciação e 2.2247% para depreciação, no caso da banda estreita, e de 6.18% e 5.82%, respectivamente, no caso da banda larga. Só assim se garante que quando uma moeda atinge a apreciação máxima face a outra, esta alcança a depreciação máxima face à primeira.

Quadro 1

**TAXAS DE CÂMBIO CENTRAIS FACE AO ECU  
E PESO DE CADA MOEDA NO CABAZ<sup>(a)</sup>**

	Taxas de câmbio	Pesos
	centrais	(em percentagem)
Marco .....	2.05586	30.36
Franco francês .....	6.89509	19.32
Lira .....	1538.24	9.87
Franco belga/luxemburguês ...	42.4032	7.78
Coroa dinamarquesa .....	7.84195	2.52
Florim holandês .....	2.31643	9.49
Libra irlandesa .....	0.767417	1.11
Escudo <sup>(b)</sup> .....	178.735	0.78
Libra esterlina <sup>(b)</sup> .....	0.696904	12.60
Peseta <sup>(b)</sup> .....	133.631	5.15
Dracma <sup>(c)</sup> .....	205.311	0.70

Fonte: Comunidade Europeia.

Notas:

- (a) Quantidade de cada moeda por um ECU.  
 (b) Moedas pertencentes à banda de flutuação alargada de + ou - 6 por cento em relação à taxa central bilateral.  
 (c) Taxa central indicativa dado que a dracma não pertence ainda ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu.

*centrais bilaterais e dos limites de intervenção obrigatória formam a grelha de paridades do sistema.*

*Na prática o escudo terá que respeitar, em cada momento do tempo, as bandas de flutuação com cada uma das restantes nove moedas (ver quadro 2). Contudo, as possibilidades de flutuação efectiva em cada momento, face a uma determinada moeda, dependerão da posição das restantes moedas dentro da banda, pelo que estarão continuamente a sofrer alterações. A capacidade de apreciação será limitada pela moeda mais fraca do sistema e a potencial depreciação será condicionada pela moeda mais forte.*

*O mecanismo cambial do SME prevê diversas formas de intervenção no mercado cambial para defender a grelha de paridades previamente estabelecida. Quando duas moedas se distanciam da sua taxa central bilateral pelo máximo permitido, os bancos centrais emissores dessas duas moedas são obrigados a intervir (a chamada intervenção marginal): o banco emissor da moeda que se está a apreciar deverá comprar a quantidade necessária da outra moeda, enquanto que o banco emissor da moeda que se está a depreciar venderá o volume su-*

Quadro 2

**TAXAS DE CÂMBIO CENTRAIS DO ESCUDO  
NO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO DO  
SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU<sup>(a)</sup>**

	Taxas de câmbio centrais bilaterais	Limites de intervenção obrigatórios <sup>(b)</sup>	
		Superior	Inferior
Marco .....	86.9393	81.9000	92.3360
Franco francês .....	25.9221	24.4130	27.5240
Lira .....	0.116194	0.109430	0.123380
Franco belga/luxemburguês ..	4.21513	3.96980	4.47560
Coroa dinamarquesa .....	22.7922	21.4660	24.2010
Florim holandês .....	77.1597	72.6700	81.9000
Libra irlandesa .....	232.905	219.350	247.299
Libra esterlina <sup>(c)</sup> .....	256.470	241.545	272.320
Peseta <sup>(c)</sup> .....	1.33753	1.25970	1.42020

Fonte: Comunidade Europeia.

Notas:

- (a) Quantidade de escudos por uma unidade de cada moeda.  
 (b) O limite superior (inferior) representa a apreciação (depreciação) máxima permitida ao escudo face a cada uma das outras moedas.  
 (c) Moedas pertencentes à banda de flutuação alargada de + ou - 6 por cento em relação à taxa central bilateral.

*ficiente da primeira moeda. A obrigação de intervir cessa quando a taxa de câmbio bilateral abandonar o limite da banda de flutuação. Para tal, está previsto um mecanismo de crédito pelo qual o banco central da moeda forte (que se está a apreciar) terá que garantir uma linha de crédito, na sua moeda, ao banco central da moeda fraca, no montante que vier a ser necessário para intervenção no mercado cambial.*

*Os bancos centrais podem igualmente proceder, sem qualquer obrigatoriedade, a intervenções no mercado cambial antes das moedas alcançarem os limites máximos de flutuação – intervenções intramarginais – para evitarem pressões indesejáveis. Este tipo de intervenção é habitualmente unilateral e tem representado a maior parcela do total de intervenções.*

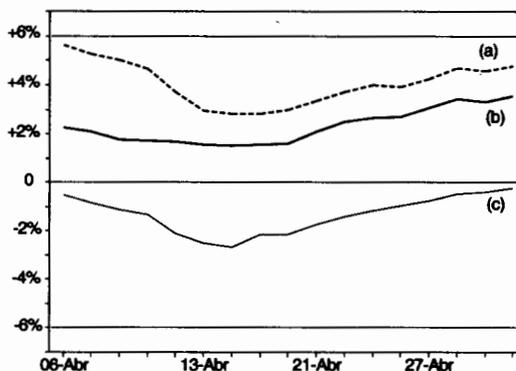
*O SME dispõe ainda de um mecanismo – o indicador de divergência – que foi criado para sinalizar as moedas que estão a divergir da média (usa por referência o desvio de cada moeda em relação à sua taxa central face ao ECU). Quando uma moeda atinja 75 por cento do desvio máximo que lhe é permitido, deverão ser desencadeadas medidas de cor-*

recção (medidas de política económica). Pretendia-se, assim, dotar o sistema de alguma simetria já que essa divergência poderia surgir numa moeda com tendência de apreciação, evitando que o peso do ajustamento recaísse apenas sobre os países com moedas mais fracas. Na prática este indicador tem gradualmente perdido importância.

No primeiro mês após a adesão ao MTC do SME o escudo manteve-se na metade superior da banda de flutuação alargada, o que resulta não só do presente diferencial de taxas de juro ser favorável ao escudo como, eventualmente, ao menor risco cambial que lhe passou a estar associado, com a sua integração no sistema. Após a reacção inicial de apreciação logo no primeiro dia da adesão, que provocaria a intervenção do Banco de Portugal para evitar que se atingisse o limite máximo de flutuação face à libra esterlina, o escudo manteve uma posição de alguma estabilidade neste primeiro mês (ver gráfico 1), tendo ocupado o lugar de segunda moeda mais forte do MTC, a seguir à peseta. Esta situação prolongou-se para o início do mês seguinte, com a posição de moeda mais forte do sistema a ser ocupada, alternadamente, pelo escudo e pela peseta.

Gráfico 1

SITUAÇÃO DO ESCUDO NO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO DO SME



Notas:

- (a) Desvio face à moeda mais fraca. Libra esterlina até 10 de Abril, coroa dinamarquesa a partir daí.
- (b) Desvio face à paridade central (ECU).
- (c) Desvio face à moeda mais forte. Peseta.

Um desvio positivo (negativo) significa uma apreciação (depreciação) do escudo em relação à sua taxa de câmbio central face ao ECU. Os desvios em relação à moeda mais fraca e à mais forte do SME sinalizam a existência, ou não, de tensões bilaterais do escudo face às restantes moedas.

## 1.2 Execução das políticas monetária e cambial

A instrumentação da política monetária no decurso de 1991 alterou-se substancialmente: ao racionamento quantitativo do crédito bancário por via administrativa sucedeu uma forma indirecta de exercer o controlo monetário baseada na intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário<sup>(1)</sup>.

A demora, por razões administrativas, na concretização da "grande operação" de esterilização de liquidez excedentária, relegou para Abril o início da execução da política monetária

(1) Para maior pormenor sobre o actual sistema de controlo monetário ver "A Política Monetária no 1º Semestre de 1991", *Síntese Mensal da Conjuntura*, Julho de 1991.

QUADRO VI.1

### TAXAS DE JURO OFICIAIS DE OPERAÇÕES REGULARES DE CEDÊNCIA E ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ E DE REMUNERAÇÃO DE DISPONIBILIDADES MÍNIMAS DE CAIXA

Porcentagem

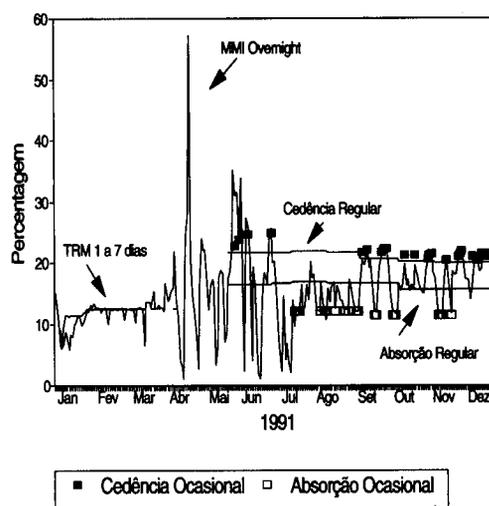
	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez	Remuneração de disponibilidades mínimas de caixa <sup>(a)</sup>
1991			
27 Maio .....	21.750	16.500	
04 Julho .....	21.750	16.750	16.000
19 Julho .....	22.000	17.000	
19 Agosto ....	21.750	16.750	
12 Setembro ..	20.750	16.000	
04 Outubro ...			15.750
14 Outubro ...	20.250	15.750	
12 Novembro .	20.000	15.625	

Nota:

(a) Taxa de remuneração marginal.

Gráfico VI.8

### TAXAS DE JURO OFICIAIS DE INTERVENÇÃO REGULAR, DE INTERVENÇÃO OCASIONAL, DO MERCADO MONETÁRIO INTERBANCÁRIO OVERNIGHT E DOS TÍTULOS DE REGULARIZAÇÃO MONETÁRIA DE 1 A 7 DIAS



ria nos novos moldes. O primeiro trimestre do ano foi, assim, caracterizado por uma situação de indefinição que redundou numa crescente acumulação de liquidez bancária aplicada em maturidades muito curtas – títulos de regularização monetária (TRM) de 1 a 7 dias remunerados a 12,5 por cento – em substituição dos depósitos a prazo no Banco de Portugal que se iam vencendo. Este excesso de liquidez pressionou no sentido da baixa as taxas de juro correspondentes do mercado monetário interbancário. No entanto, dada a natureza transitória do fenómeno, as taxas de juro do espectro de prazos mais longos permaneceram virtualmente inalteradas, dando, assim, lugar ao aparecimento de uma curva de rendimento muito inclinada naquele mercado.

Simultaneamente, durante o primeiro trimestre, foi possível compensar um grande afluxo de capitais autónomos através de volumosas liquidações de dívida externa organizada (gráfico VI.9), o que permitiu evitar excessivas pressões para a apreciação do escu-

QUADRO VI.2

**BALANÇO DO BANCO DE PORTUGAL**

Médias mensais de valores diários<sup>(a)</sup>

Milhões de contos

	1991											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
<b>ACTIVO</b>												
Disponibilidades líquidas sobre o exterior .....	2362.4	2327.4	2343.8	2189.6	2369.2	2460.9	2538.3	2792.4	2970.7	3028.7	3091.3	3082.1
Crédito líquido ao Sector Público												
Administrativo .....	165.3	196.7	205.0	220.3	218.2	177.3	180.4	168.7	181.6	160.9	140.0	171.8
Conta-corrente .....	148.7	179.8	187.7	202.5	199.9	158.4	172.9	203.7	206.8	211.6	210.2	209.7
Outros .....	16.6	16.9	17.3	17.8	18.3	18.9	7.5	-35.0	-25.2	-50.7	-70.2	-37.9
Diversos .....	-166.0	-145.0	-137.1	-16.7	-26.8	28.7	51.8	-6.4	-35.9	-47.2	-51.0	-75.4
Depósitos obrigatórios .....	-6.9	-7.0	-24.1	-42.5	-29.6	-24.9	-22.3	-31.3	-54.8	-116.4	-159.0	-199.3
Recursos próprios e resultados e outros .....	-159.1	-138.0	-113.0	25.8	2.8	53.6	74.1	24.9	18.9	69.2	108.0	123.9
<b>TOTAL .....</b>	<b>2361.7</b>	<b>2379.1</b>	<b>2411.7</b>	<b>2393.2</b>	<b>2560.6</b>	<b>2666.9</b>	<b>2770.5</b>	<b>2954.7</b>	<b>3116.4</b>	<b>3142.4</b>	<b>3180.3</b>	<b>3178.5</b>
<b>PASSIVO</b>												
Intervenção .....	365.6	383.9	372.0	303.5	442.0	498.7	525.8	639.2	833.5	857.9	868.5	742.4
Carteira de títulos do Sector												
Público Administrativo .....	-924.1	-922.4	-451.3	-178.7	-212.4	-298.6	-205.2	-111.9	-52.7	-47.2	-46.4	-47.4
Conta-aplicação de BT .....	361.0	353.6	288.9	150.7	335.4	510.7	566.1	536.3	636.6	678.0	741.9	777.7
Acordos de recompra de títulos .....	0.0	0.0	14.7	110.3	147.7	168.0	38.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Títulos de Regularização												
Monetária .....	172.1	254.3	193.1	56.1	22.0	0.0	76.8	130.1	69.5	54.4	24.5	0.0
Títulos de Intervenção Monetária .....	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.3	171.2	131.5	118.1	72.4
Redesconto .....	-14.2	-13.2	-18.7	-18.3	-23.0	-22.9	-15.8	-15.4	-20.2	-20.1	-22.1	-21.4
Operações de Cedência de												
Liquidez .....	0.0	0.0	-0.1	-16.1	-15.0	-44.8	-1.5	-0.3	-12.4	-5.1	-26.6	-109.7
Outros (depósitos a prazo e depósito especial) .....	769.4	711.6	345.4	199.5	187.3	186.3	67.4	53.1	41.5	66.4	79.1	70.8
Base Monetária .....	1996.1	1995.2	2039.8	2089.6	2118.6	2168.0	2244.8	2315.6	2282.9	2284.5	2311.7	2435.9
Notas e moedas .....	634.4	623.9	633.9	623.8	630.3	644.3	684.9	732.5	691.6	674.5	668.8	735.2
Depósitos de instituições financeiras .....	1361.7	1371.3	1405.9	1465.8	1488.3	1523.7	1559.9	1583.1	1591.3	1610.0	1642.9	1700.7

Nota:

(a) As médias mensais têm um desfazamento de 3 dias, isto é, correspondem ao período compreendido entre o dia 4 do mês em causa e o dia 3 do mês seguinte.

do<sup>(2)</sup>. No final de Março, no entanto, este processo ter-se-á esgotado e, como tal, o Banco de

Portugal voltou a intervir de forma apreciável no mercado cambial (gráfico VI.5). De qualquer modo, os desvios em relação à orientação quantitativa fixada para o agregado L<sup>-</sup> mantiveram-se em níveis aceitáveis, da ordem de 1 a 1.5 pontos percentuais (excepção feita ao mês de Janeiro) (gráfico VI.7), ao mesmo tempo que se começava a esboçar a tendência de subida das taxas de juro, ajustadas da inflação, do crédito e dos depósitos (gráfico VI.3).

Quando as novas formas de intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário foram introduzidas, dispunha-se de informação

(2) Em Fevereiro foram também reforçadas as barreiras às entradas de capitais, designadamente as contas estrangeiras em escudos ficaram sujeitas à constituição de um depósito não remunerado no Banco de Portugal, no montante de 90 por cento, no caso das sucursais exteriores e de 40 por cento nos restantes casos. Ao mesmo tempo foram sujeitas a autorização especial e prévia do Banco de Portugal as operações de capitais realizadas por instituições financeiras residentes relativas à venda de títulos nacionais a não residentes com carácter não definitivo.

QUADRO VI.3

CONTRAPARTIDAS DA BASE MONETÁRIA  
Variação de médias mensais de valores diários<sup>(a)</sup>

Milhões de contos

	1991											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Origens da variação da Base Monetária												
1. Contrapartidas excluindo intervenção	-51.5	17.2	32.9	-18.7	167.4	106.1	103.9	184.2	161.6	26.0	37.9	-0.5
1.1 Externa	-124.9	-54.5	20.0	-57.9	132.5	126.8	45.3	206.4	178.3	57.9	62.5	-9.5
1.2 Interna (exógena)	73.4	71.7	12.9	39.3	34.9	-20.7	58.6	-22.2	-16.7	-31.9	-24.6	9.0
1.2.1 Sector Público Administrativo <sup>(b)</sup>	-13.7	31.4	8.4	15.2	-2.1	-40.9	3.2	-11.7	12.7	-20.7	-20.8	32.5
1.2.2.1 Conta-corrente	-14.3	31.1	8.0	14.8	-2.7	-41.4	14.6	30.7	3.1	4.8	-1.4	-0.7
1.2.2.2 Outros	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	-11.4	-42.4	9.7	-25.5	-19.4	33.1
1.2.2 Outras	87.0	40.3	4.5	24.1	37.0	20.2	55.4	-10.5	-29.5	-11.2	-3.8	-23.5
2. Intervenção	16.1	-18.2	11.7	68.5	-138.5	-56.7	-27.0	-113.4	-194.4	-24.3	-10.7	127.3
Injecção (+) Absorção (-)												
2.1 Carteira de títulos do Sector Público												
Administrativo (+)	31.6	-1.6	-471.2	-272.6	33.8	86.2	-93.4	-93.3	-59.2	-5.5	-0.8	1.0
2.2 Conta-aplicação de BT (-)	-13.9	7.5	64.6	138.2	-184.7	-175.2	-55.4	29.8	-100.4	-41.4	-63.9	-36.1
2.3 Acordos de recompra de títulos (-)	0.0	0.0	-14.7	-95.6	-37.4	-20.3	130.0	38.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2.4 Títulos de Regularização Monetária (-)	-119.9	-82.2	61.2	137.0	34.1	22.0	-76.8	-53.4	60.6	15.1	29.9	24.5
2.5 Títulos de Intervenção Monetária (-)	60.3	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-47.3	-123.9	39.7	13.4	46.0
2.6 Redescoto (+)	0.2	-1.0	5.5	-0.4	4.7	-0.2	-7.0	-0.4	4.7	0.0	1.9	-0.7
2.7 Operações de cedência de liquidez (+)	0.0	0.0	0.1	16.0	-1.1	29.8	-43.2	-1.2	12.1	-7.3	21.5	84.1
2.8 Outros (depósitos a prazo e depósito especial) (-)	57.8	57.8	366.2	145.9	12.1	1.0	118.9	14.3	11.6	-24.9	-12.7	8.5
3. (=1.+2.) Base Monetária	-35.4	-1.0	44.6	49.9	28.9	49.4	76.9	70.8	-32.8	1.7	27.2	126.7
3.1 Notas e moedas	-35.8	-10.5	10.0	-10.1	6.4	14.1	40.6	47.6	-40.9	-17.1	-5.7	67.4
3.2 Depósitos de instituições financeiras	0.3	9.5	34.6	60.0	22.5	35.4	36.3	23.2	8.2	18.7	32.9	59.4

Notas:

(a) A média mensal de valores diários é calculada com 3 dias de desfasamento, isto é, do dia 4 do mês em causa até ao dia 3 do mês seguinte.

(b) Não inclui a conta-aplicação de Bilhetes do Tesouro e a carteira de títulos, as quais surgem integradas em Intervenção.

muito parcelar sobre a economia real e os indicadores existentes encontravam-se distorcidos por fenómenos de antecipação/adiamento de despesa associados à Guerra do Golfo. No entanto, a taxa de inflação, medida pelo índice de preços no consumidor, evidenciava uma tendência muito lenta para a desaceleração a que cresciam progressos ainda mais reduzidos no campo da inflação subjacente. Por outro lado, o diferencial de inflação relativamente aos países pertencentes ao mecanismo de taxa de câmbio do SME mantinha-se a nível muito alto.

Esta situação, em articulação com a combinação de políticas prosseguida, obrigou à fixa-

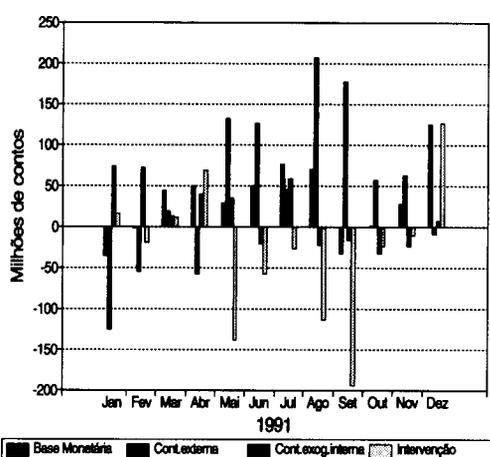
ção de taxas de juro para o referencial de intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário consideravelmente acima das praticadas naqueles países, estabelecendo-se, embora sem anúncio público prévio, em 21.75 por cento a taxa mínima de cedência regular de liquidez e em 16.5 por cento a taxa de absorção regular de liquidez. A prossecução de uma política monetária mais restritiva do que naqueles países foi considerada como condição essencial para assegurar o processo de convergência da economia portuguesa para taxas de inflação mais baixas.

A reacção do mercado monetário interbancário à fixação por parte do Banco de Portugal

Gráfico VI.9

**BASE MONETÁRIA E SUAS CONTRAPARTIDAS**

Variações mensais de médias de valores diários



do respectivo referencial de taxas de juro de intervenção regular traduziu-se numa rotação da sua curva de rendimento, que se tornou muito menos inclinada em resultado da subida das taxas de juro para os prazos mais curtos.

A par deste movimento de "estabilização" da curva de rendimentos, a mudança da forma de actuação do Banco teve como consequência uma acrescida volatilidade das taxas de juro nos prazos mais curtos do mercado (gráfico 3, caixa "Mercado Monetário Interbancário") a qual decorreu de uma não familiaridade das instituições com o novo regime, designadamente com o seu *timing*, bem como com a existência de imperfeições de carácter operacional.

Os mercados monetários são normalmente caracterizados por uma maior instabilidade das taxas de juro do que os mercados do cré-

QUADRO VI.4

**INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL NO MERCADO MONETÁRIO  
OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ**

A - Operações regulares de absorção de liquidez associadas ao período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa.<sup>(a)</sup>

Taxa de juro – Percentagem  
Montante – Milhões de contos

	Venda de Bilhetes do Tesouro com acordo de recompra		Títulos de Regularização Monetária		Total
	Taxa de juro <sup>(b)</sup> %	Montante <sup>(c)</sup>	Taxa de juro <sup>(b)</sup> %	Montante <sup>(c)</sup>	Montante <sup>(c)</sup>
1991					
Abril .....	17.000	9.3	12.500	25.0	34.3
Mai .....	16.480	89.1	16.499	97.5	186.6
Junho .....	16.500	253.4	-	0.0	253.4
Julho .....	16.750	105.0	16.903	271.5	376.5
Agosto .....	-	0.0	16.880	442.3	442.3
Setembro .....	-	0.0	16.163	246.4	246.4
Outubro .....	-	0.0	15.805	179.4	179.4
Novembro .....	-	0.0	15.625	17.5	17.5
Dezembro .....	-	0.0	-	0.0	0.0

Notas:

(a) Correspondem a operações celebradas no início do período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa e com vencimento no primeiro dia útil do período seguinte.

(b) Média ponderada por montantes.

(c) Corresponde ao valor de reembolso.

"Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1.

QUADRO VI.4

INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL NO  
MERCADO MONETÁRIO  
OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ  
B - Operações ocasionais de absorção de  
liquidez<sup>(a)</sup>

Taxa de juro - Percentagem  
Montante - Milhões de contos

	Títulos de Regularização Monetária		
	Taxa de juro <sup>(b)</sup> (%)	Prazo Médio <sup>(d)</sup>	Montante <sup>(c)</sup>
1991			
Abril .....	-	-	0.0
Maió .....	-	-	0.0
Junho .....	-	-	0.0
Julho .....	12.000	2	133.2
Agosto .....	12.000	3	237.7
Setembro .....	11.768	2	155.4
Outubro .....	11.500	2	81.9
Novembro .....	11.500	2	333.2
Dezembro .....	-	-	0.0

Notas:

(a) Corresponde a operações efectuadas sempre que o Banco de Portugal reconhece haver necessidade de estabilizar o mercado, por prazos geralmente intra-período (isto é, celebradas no decurso do período e com vencimento dentro do mesmo), ou com vencimento no início do período seguinte.

(b) Média ponderada por montantes.

(c) Corresponde ao valor de reembolso.

(d) Em dias.

"Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1.

dito e dos depósitos. No entanto, a manutenção no tempo de uma volatilidade excessiva naqueles mercados poderá dificultar a transmissão dos sinais do Banco Central aos restantes intervenientes no mercado financeiro. O Banco procurou gerir este problema de uma forma tripartida: por um lado, passou a anunciar as taxas de juro das operações regulares (a partir de final de Maio), tendo em vista fornecer um referencial de actuação ao mercado; por outro, passou a recorrer frequentemente à intervenção ocasional (nesta altura apenas do lado da cedência de liquidez); ao mesmo tempo foram sendo introduzidos outros melhoramentos de carácter operacional.

Às fricções no funcionamento do mercado monetário no novo contexto, veio juntar-se em

Maio e Junho, uma forte entrada de capitais externos devido a compras maciças por não residentes de títulos de dívida pública portuguesa (quadro VI.3 e gráfico VI.9). A elevada rentabilidade esperada destas aplicações relativamente aos níveis auferidos no exterior, em articulação com as melhorias estruturais experimentadas pelo mercado de dívida pública decorrentes da entrada em funcionamento dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT), estão na base desta evolução.

A instrumentação da política monetária neste período constitui um reflexo da turbulência vivida pelo mercado monetário. Assim, a par da necessidade de estabilizar o mercado através, essencialmente, da utilização da facilidade ocasional de cedência de liquidez<sup>(3)</sup>, o Banco defrontava-se com exigências muito fortes de esterilização de liquidez de origem externa.

Deste modo, houve lugar ao recurso sucessivo à cedência ocasional de fundos a prazos muito curtos e a taxas de juro cada vez mais penalizadoras que variaram entre 21.75 por cento e 25 por cento. Esta injeção de liquidez ascendeu a 420 milhões de contos em Maio<sup>(4)</sup> e a cerca de 180 milhões de contos em Junho, a prazos médios de 1 e 4 dias, respectivamente (quadro VI.5). Ao mesmo tempo, especialmente em Maio, o Banco procedeu a operações muito volumosas de absorção de liquidez, a prazos mais longos com destaque para os seis meses e um ano, instrumentadas por bilhetes do Tesouro. Neste campo há a referir o recurso intensivo à tomada de bilhetes do Tesouro em mercado primário e à sua colocação em mercado secundário em grandes lotes a uma taxa mais elevada (cerca de 0.5 pontos percentuais). Estas operações totalizaram 237.4 mi-

(3) A taxa de juro *overnight*, embora denotando uma menor volatilidade do que em Abril, manteve-se a níveis superiores a 30 por cento no período correspondente ao final de Maio/princípio de Junho.

(4) Refira-se que os meses aqui mencionados correspondem a um conjunto de períodos de contagem de disponibilidades mínimas de caixa iniciado no dia 4 do mês referido e terminado no dia 3 do mês seguinte.

QUADRO VI.4

INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL NO MERCADO MONETÁRIO  
OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ

C – Outras operações de absorção de liquidez  
Taxas de juro e montantes para prazos seleccionados

Taxa de juro – Percentagem  
Montante – Milhões de contos

De 28 a 32 dias		De 86 a 96 dias		De 172 a 192 dias		Mais de 350 dias		Total	
Vendas definitivas de Bilhetes do Tesouro		Títulos de Intervenção Monetária		Vendas definitivas de Bilhetes do Tesouro		Vendas definitivas de Bilhetes do Tesouro		Títulos de Intervenção Monetária	
Taxa de juro <sup>(a)</sup> (%)	Montante <sup>(b)</sup>	Taxa de juro <sup>(a)</sup> (%)	Montante <sup>(b)</sup>	Taxa de juro <sup>(a)</sup> (%)	Montante <sup>(b)</sup>	Taxa de juro <sup>(a)</sup> (%)	Montante <sup>(b)</sup>	Taxa de juro <sup>(a)</sup> (%)	Montante <sup>(b)</sup>

1991

Abril	.....	-	0.0	-	0.0	18.454	31.5	-	0.0	19.250	20.0	128.7	0.0
Mai	.....	-	0.0	18.313	30.4	18.715	125.6	-	0.0	19.243	94.9	237.4	0.0
Junho	.....	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	18.813	31.8	79.0	0.0
Julho	.....	-	0.0	17.938	3.0	18.338	11.8	-	0.0	-	0.0	126.3	0.0
Agosto	....	17.677	7.5	17.956	103.9	17.867	4.0	-	0.0	18.875	3.3	72.7	103.9
Setembro	..	-	0.0	17.907	181.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	181.0
Outubro	...	-	0.0	17.838	88.9	-	0.0	-	0.0	18.500	61.0	-	0.0
Novembro	..	-	0.0	17.788	40.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	40.0
Dezembro	..	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	0.0

Notas:

(a) Média ponderada por montantes.

(b) Corresponde ao valor de reembolso.

"Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1.

lhões de contos e 79 milhões de contos, respectivamente em Maio e Junho (quadro VI.4). As substanciais tomadas firmes de bilhetes do Tesouro pelo Banco de Portugal reflectiram-se em acréscimos da conta de aplicação desses títulos de 184 milhões de contos e de 175 milhões de contos em cada um destes meses (quadro VI.3). Paralelamente o Banco absorveu também liquidez pelo período através de acordos de recompra de bilhetes do Tesouro num total de 89.1 milhões de contos em Maio e de 253.4 milhões de contos no mês seguinte (quadro VI.4).

Não obstante estas operações terem permitido esterilizar um volume substancial dos fluxos de capitais externos que ocorreram neste período, não conseguiram evitar um alargamento dos desvios do crescimento do agregado L<sup>-</sup> em relação à orientação quantitativa previamente fixada, os quais subiram

para 3.2 pontos percentuais e 2.6 pontos percentuais respectivamente em Maio e Junho (gráfico VI.7). Com efeito, o Banco de Portugal interveio intensamente no mercado cambial, em Maio, com o objectivo de evitar uma excessiva apreciação do escudo (gráfico VI.5).

A necessidade de tornar compatível a prossecução de uma política monetária mais restritiva do que no exterior com a ausência de situações de excessivamente rápida apreciação da taxa de câmbio, obrigou a que, no início de Julho, fossem tomadas medidas no sentido de sujeitar à prévia autorização do Banco de Portugal as vendas a não residentes de títulos de taxa indexada, permanecendo, todavia, isentas deste requisito as transacções respeitantes a títulos de taxa fixa.

O cenário económico que se deparava às Autoridades Monetárias, no início de Julho, afigurava-se algo preocupante: para além de

QUADRO VI.5

INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL NO MERCADO MONETÁRIO  
OPERAÇÕES DE CEDÊNCIA DE LIQUIDEZ

Taxa de juro – Percentagem  
Montante – Milhões de contos

	Operações regulares pelo período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa <sup>(a)</sup>		Operações ocasionais <sup>(b)</sup>			Facilidade de última hora <sup>(c)</sup>		Total
	Taxa de juro <sup>(d)</sup> (%)	Montante <sup>(e)</sup>	Taxa de juro <sup>(d)</sup> (%)	Prazo Médio <sup>(f)</sup>	Montante <sup>(e)</sup>	Taxa de juro <sup>(d)</sup> (%)	Montante <sup>(e)</sup>	
1991								
Abril . . . . .	21.665	11.6	21.750	1	123.9	34.000	8.3	143.8
Maió . . . . .	-	0.0	22.485	1	420.1	-	0.0	420.1
Junho . . . . .	21.750	67.9	24.541	4	178.9	-	0.0	246.8
Julho . . . . .	21.750	3.1	-	-	0.0	29.000	8.9	12.0
Agosto . . . . .	-	0.0	-	-	0.0	-	0.0	0.0
Setembro . . . . .	-	0.0	22.167	2	167.0	-	0.0	167.0
Outubro . . . . .	-	0.0	21.250	3	45.0	-	0.0	45.0
Novembro . . . . .	20.000	11.0	21.305	3	219.3	-	0.0	230.3
Dezembro . . . . .	20.000	327.7	21.142	4	121.5	22.000	0.9	450.1

Notas:

- (a) Corresponde a operações cujo prazo se inicia no primeiro dia útil do período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa e termina no primeiro dia útil do período seguinte.
  - (b) Corresponde a operações efectuadas sempre que o Banco de Portugal reconhece haver necessidade de estabilizar o mercado, por prazos geralmente intra-período (isto é, celebradas no decurso do período e com vencimento dentro do mesmo), ou com vencimento no início do período seguinte.
  - (c) Corresponde a operações de cedência de liquidez de natureza excepcional celebradas com as instituições no último dia do período (após o fecho do mercado), com vencimento no dia útil imediatamente seguinte, a taxa agravada, por forma a assegurar o cumprimento das disponibilidades mínimas de caixa.
  - (d) Média ponderada por montantes.
  - (e) Corresponde ao valor de reembolso.
  - (f) Em dias.
- "Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1.

se observarem maiores desvios do crescimento do agregado L<sup>-</sup> relativamente à trajectória programada (gráfico VI.6), a evolução da inflação denotava uma resposta muito lenta da economia à política prosseguida. Se bem que houvesse consciência da maior incerteza quanto ao conteúdo informativo dos indicadores intermédios da política monetária, devido às alterações estruturais experimentadas pelo sector bancário, o comportamento da inflação era claramente insatisfatório. De facto, não só a inflação observada interrompeu, em Maio, o seu processo de desaceleração – inflexão que

era já notória desde Março no caso da inflação subjacente – como o andamento dos preços relativos (de bens transaccionáveis *versus* bens não transaccionáveis) associada a estas evoluções levantava ainda mais incertezas quanto à trajectória futura dos preços no consumidor. Por outro lado, as taxas de juro activas, quando ajustadas da inflação, tinham deixado de aumentar, denotando até alguma tendência para descer, enquanto que as taxas de juro passivas experimentavam uma ligeira redução depois da forte recuperação evidenciada no primeiro trimestre do ano (gráfico VI.3), sendo

QUADRO VI.6

BILHETES DO TESOIRO – MERCADO PRIMÁRIO

Taxa de juro – Percentagem  
Montante – Milhões de contos

	91 dias							
	Taxa de juro da procura satisfeita			Anunciado <sup>(d)</sup>	Montantes <sup>(c)</sup>		Tomada firme Banco Portugal	
	Média <sup>(a)</sup>	Mínima	Máxima		Procura total (exc.BP)	Colocado (exc.BP) <sup>(b)</sup>	Taxa	Montante
1991								
Janeiro .....	17.156	16.875	17.313	45.0	113.4	35.1	-	0.0
Fevereiro .....	17.558	17.000	17.625	62.8	98.5	61.8	-	0.0
Março .....	17.712	17.563	17.750	82.9	88.0	56.7	-	0.0
Abril .....	17.744	17.625	17.750	90.4	63.4	49.8	-	0.0
Maió .....	17.764	17.688	17.875	135.2	9.5	2.5	17.849	132.7
Junho .....	17.908	17.875	17.938	45.0	7.0	4.3	17.875	15.0
Julho .....	17.938	17.938	17.938	30.0	20.1	11.6	-	0.0
Agosto .....	17.937	17.875	17.938	35.0	37.6	29.3	-	0.0
Setembro .....	17.891	17.750	17.938	25.0	55.8	25.0	-	0.0
Outubro .....	17.830	17.750	17.875	90.0	38.1	22.1	-	0.0
Novembro .....	17.722	17.625	17.750	70.0	25.2	20.0	-	0.0
Dezembro .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
	182 dias							
	Taxa de juro da procura satisfeita			Anunciado <sup>(d)</sup>	Montantes <sup>(c)</sup>		Tomada firme Banco Portugal	
	Média <sup>(a)</sup>	Mínima	Máxima		Procura total (exc.BP)	Colocado (exc.BP) <sup>(b)</sup>	Taxa	Montante
1991								
Janeiro .....	17.597	17.250	17.750	60.0	171.2	49.1	-	0.0
Fevereiro .....	17.928	17.000	18.063	91.6	137.9	91.6	-	0.0
Março .....	18.127	18.000	18.188	92.2	163.2	70.4	-	0.0
Abril .....	18.117	18.000	18.125	128.0	104.4	58.0	18.125	70.0
Maió .....	18.244	18.125	18.250	160.0	12.0	10.5	18.250	149.5
Junho .....	18.326	18.250	18.375	75.0	18.6	17.6	18.250	29.9
Julho .....	18.372	18.313	18.375	87.1	80.3	59.4	18.375	12.7
Agosto .....	18.374	18.313	18.375	82.3	103.0	79.2	-	0.0
Setembro .....	18.320	17.938	18.375	284.6	363.5	202.9	-	0.0
Outubro .....	18.251	18.063	18.313	97.0	108.4	65.6	-	0.0
Novembro .....	18.066	17.750	18.188	64.2	97.5	60.5	-	0.0
Dezembro .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
	364 dias							
	Taxa de juro da procura satisfeita			Anunciado <sup>(d)</sup>	Montantes <sup>(c)</sup>		Tomada firme Banco Portugal	
	Média <sup>(a)</sup>	Mínima	Máxima		Procura total (exc.BP)	Colocado (exc.BP) <sup>(b)</sup>	Taxa	Montante
1991								
Janeiro .....	18.418	18.000	18.750	52.6	70.8	50.2	-	0.0
Fevereiro .....	18.730	18.250	18.750	40.0	53.3	24.8	-	0.0
Março .....	18.750	18.750	18.750	20.0	33.4	10.0	-	0.0
Abril .....	18.748	18.688	18.750	90.0	58.4	31.2	18.750	40.0
Maió .....	-	-	-	80.0	2.0	0.0	18.875	80.0
Junho .....	18.875	18.750	18.875	83.9	29.5	26.9	18.875	57.0
Julho .....	18.875	18.875	18.875	78.5	77.2	58.2	18.875	9.8
Agosto .....	18.874	18.813	18.875	122.4	141.1	95.4	-	0.0
Setembro .....	18.851	18.750	18.875	205.1	189.8	149.1	-	0.0
Outubro .....	18.813	18.813	18.813	118.5	134.3	118.5	-	0.0
Novembro .....	18.262	17.938	18.625	176.3	427.6	176.3	-	0.0
Dezembro .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0

Notas:

- (a) Média ponderada pelos montantes colocados. Não inclui tomada firme pelo Banco de Portugal.
  - (b) Inclui os montantes colocados nas sessões suplementares.
  - (c) Corresponde ao valor de reembolso.
  - (d) Corresponde apenas ao montante anunciado na primeira sessão quando este valor é superior ao montante total colocado nas sessões inicial e suplementar, ou alternativamente ao montante colocado no caso contrário.
- "Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1.

virtualmente nula a taxa de juro real (líquida de impostos) dos depósitos a prazo a 6 meses (gráfico VI.4).

Na ausência de ajustamentos nas restantes vertentes da política, a política monetária assumiu, mais uma vez, o ónus de retoma do processo desinflationista e, nesse sentido, foram anunciadas em Julho duas subidas de 0.25 pontos percentuais da taxa de juro de absorção regular da liquidez, a qual passou de 16.5 por cento para 17 por cento, ao mesmo tempo que a taxa de juro da cedência regular de liquidez aumentava 0.25 pontos percentuais, situando-se em 22 por cento (gráfico VI.8).

Além disso, o Banco introduziu algumas alterações de carácter operacional na sua forma de actuação no mercado monetário. A partir de meados de Julho, a instrumentação da absorção regular de liquidez passou a operar-se via emissão de títulos de regularização monetária (TRM), ao mesmo tempo que começou também a recorrer-se a operações de absorção ocasional de liquidez a prazos muito curtos, também instrumentadas por TRM, com o objectivo de sustentar a queda das taxas de juro nos prazos mais curtos do mercado. Esta última medida teve um efeito quase imediato sobre a volatilidade da taxa de juro *overnight* do mercado monetário interbancário. Com efeito, a referida volatilidade experimentou uma quebra muito acentuada na terceira semana de Julho, assumindo a partir de então níveis próximos dos observados no período anterior à entrada em funcionamento de novas modalidades de intervenção do Banco de Portugal naquele mercado (gráfico 3, caixa "Mercado Monetário Interbancário").

Em Julho, foi também alargado o prazo máximo dos TRM, de 7 para 14 dias, de modo a tornar possível uma utilização mais flexível deste instrumento na absorção regular de liquidez, ao mesmo tempo que se permitiu que a apresentação das propostas por parte das instituições para efeitos das operações de carácter regular passasse a ter lugar na manhã do primeiro dia útil do período de constituição de reservas mínimas de caixa a que dizem

respeito, em lugar do dia útil imediatamente anterior.

O reforço das barreiras à entrada de capitais ocorrido no início de Julho – donde decorreu uma redução dos capitais flutuantes (gráfico VI.6) – não evitou que as reservas cambiais do Banco de Portugal voltassem a evidenciar fortes acréscimos em Julho e Agosto, com especial destaque para este último mês. Desta feita terá sido essencialmente o comportamento sazonal da balança de transacções correntes que determinou esta evolução. Apesar de intensa intervenção no mercado cambial, o escudo apreciou fortemente, atingindo um nível que viria a manter até ao início de Novembro (gráfico VI.5).

A esterilização desta liquidez de origem externa foi apenas parcial (mantendo-se os desvios do crescimento de  $L^-$  relativamente ao programado na ordem dos 4 pontos percentuais (gráfico VI.7) e operou-se, no caso da intervenção regular, basicamente através da emissão de TRM (271.5 milhões de contos e 442.3 milhões de contos, respectivamente em Julho e Agosto), complementada em Julho pela venda com acordo de recompra de 105 milhões de contos de bilhetes do Tesouro (quadro VI.4). A absorção a mais longo prazo foi instrumentada pela venda a título definitivo de bilhetes do Tesouro da carteira do Banco (respectivamente 126.3 milhões de contos e 72.7 milhões de contos em Julho e Agosto), a que acresceu, neste último mês, a emissão de 103.9 milhões de contos de títulos de intervenção monetária (TIM) ao prazo de um mês (quadro VI.4).

No que diz respeito ao mercado primário de bilhetes do Tesouro, foi notória desde Agosto uma apetência muito forte por bilhetes emitidos a prazos mais longos por parte das instituições com acesso àquele mercado, situação que se manteria até Novembro (quadro VI.6 e gráfico VI.10). Subjacente a este comportamento estão expectativas de descida de taxa de juro, associadas à melhoria evidenciada pela inflação a partir de Julho.

Com efeito, a taxa de inflação observada, medida pelo índice de preços no consumidor,

QUADRO VI.7

CRÉDITO EM LEILÃO AO INVESTIMENTO PÚBLICO (CLIP)

Taxa de juro – Percentagem  
Montante – Milhões de contos

Renovações de CLIP emitidos até 4 de Maio de 1989								
(Taxa líquida)								
	Taxa de juro líquida da procura satisfeita <sup>(a)</sup>			Montantes			Sindicato financeiro	
	Média ponderada	Mínima	Máxima	Anunciado	Procurado <sup>(a)</sup>	Colocado <sup>(a)</sup>	Taxa	Montante
1991								
Janeiro .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
Fevereiro .....	14.897	14.500	15.000	38.0	132.6	38.0	-	0.0
Março .....	14.432	14.250	14.625	60.0	307.4	60.0	-	0.0
Abril .....	14.412	13.750	14.500	60.0	201.8	60.0	-	0.0
Maió .....	14.983	14.250	15.125	40.0	78.5	40.0	-	0.0
Junho .....	14.926	14.750	15.000	40.0	92.6	40.0	-	0.0
Julho .....	15.048	14.625	15.188	38.0	76.1	38.0	-	0.0
Agosto .....	15.071	14.750	15.188	38.0	86.1	38.0	-	0.0
Setembro .....	14.464	14.250	14.625	60.0	274.2	60.0	-	0.0
Outubro .....	14.334	14.000	14.438	60.0	206.1	60.0	-	0.0
Novembro .....	14.105	13.500	14.188	40.0	77.0	40.0	-	0.0
Dezembro .....	15.253	14.063	15.563	78.0	159.1	78.0	-	0.0
Novas emissões e renovações de CLIP emitidos após 4 de Maio de 1989								
(Taxa bruta)								
	Taxa de juro bruta da procura satisfeita <sup>(a)</sup>			Montantes			Sindicato financeiro	
	Média ponderada	Mínima	Máxima	Anunciado	Procurado <sup>(a)</sup>	Colocado <sup>(a)</sup>	Taxa	Montante
1991								
Janeiro .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
Fevereiro .....	17.263	17.000	17.375	14.8	32.2	14.8	-	0.0
Março .....	17.187	17.000	17.375	21.9	64.1	21.9	-	0.0
Abril .....	17.239	16.750	17.000	27.3	41.7	22.1	18.125	5.2
Maió .....	18.162	17.938	18.375	40.0	40.2	34.0	18.125	6.0
Junho .....	18.454	18.125	18.500	49.0	60.5	49.0	-	0.0
Julho .....	-	-	-	0.0	0.0	0.0	-	0.0
Agosto .....	17.446	17.313	17.625	14.8	35.3	14.8	-	0.0
Setembro .....	17.193	17.125	17.313	29.2	85.1	29.2	-	0.0
Outubro .....	17.074	16.938	17.250	20.0	49.7	20.0	-	0.0
Novembro .....	16.830	16.500	17.125	40.0	89.3	40.0	-	0.0
Dezembro .....	17.413	16.938	18.375	49.0	60.7	49.0	-	0.0

Nota:

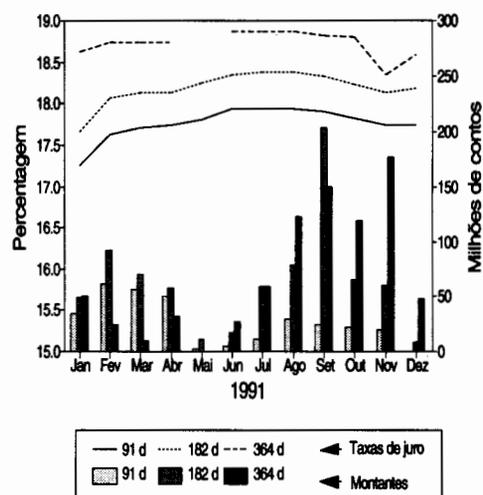
(a) Não inclui tomada firme pelo sindicato financeiro.

retomaria em Julho o respectivo processo de desaceleração, o qual se prolongou até ao final do ano. A resposta do Banco de Portugal a este desenvolvimento consistiu na descida das suas taxas de intervenção regular. No entanto, a necessidade de prosseguir o ajustamento da procura interna de modo a consolidar de forma mais duradoura as expectativas de redu-

ção da inflação, aconselhou a que o aludido movimento de baixa das taxas de juro de referência do Banco fosse gradual e mantivesse a natureza não acomodatória da política monetária. Assim, entre 19 de Agosto e 12 de Novembro, o Banco anunciou quatro reduções das suas taxas de juro de referência, passando a taxa de juro de cedência regular de liquidez

Gráfico VI.10

## BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

Taxas máximas<sup>(a)</sup> e montantes colocados

Nota:

(a) Médias simples de valores diários.

de 22 por cento para 20 por cento, enquanto que a taxa de juro de absorção regular desceria 1.375 pontos percentuais, atingindo 15.625 por cento (gráfico VI.8).

Os indicadores disponíveis apontam no sentido de que, de facto, a postura não acomodática da política monetária terá sido preservada: por um lado, as taxas de juro do crédito e dos depósitos experimentaram uma forte subida, em termos reais, a partir de Agosto (gráfico VI.3). Por outro lado, os desvios de crescimento de  $L^-$  em relação ao programado reduziram-se para valores que oscilaram entre 2 e 3 pontos percentuais no período de Setembro a Novembro (gráfico VI.7), ao mesmo tempo que era cada vez mais evidente que a forte expansão dos agregados monetários e de liquidez deveria estar associada a fenómenos de recomposição da riqueza financeira do público não bancário decorrentes da desregulamentação do sector financeiro e da atonia do mercado de capitais.

Por outro lado, tornava-se cada vez mais claro que os mercados vinham adquirindo uma maior maturidade, assistindo-se a uma crescente interligação entre os mercados do crédito e dos depósitos e o mercado monetário, sendo de destacar o papel desempenhado pela taxa de juro dos bilhetes do Tesouro como referencial para a taxa de juro do crédito aos melhores clientes (gráfico VI.2).

A relativa acalmia vivida pelo mercado cambial nos meses de Setembro e Outubro, que só esporadicamente obrigou à intervenção do Banco com o objectivo de sustentar a apreciação do escudo, terá permitido conter o alargamento dos desvios de crescimento de  $L^-$  face à orientação quantitativa estabelecida no início do ano. De qualquer modo, o escudo manteve-se a um nível alto neste período. A apreciável turbulência evidenciada pelos mercados cambiais externos na última semana de Novembro traduziu-se numa depreciação muito forte do escudo, sustida pela rápida mas limitada intervenção do Banco de Portugal no sentido de estabilizar o mercado (gráfico VI.5).

No período de Setembro a Novembro a implementação da política monetária surgiu assim facilitada pela menor pressão exercida pela criação de liquidez por via externa. Todavia, a intervenção do Banco continuou a localizar-se do lado do passivo do seu balanço, se bem que em montantes decrescentes ao longo destes três meses. Assim, a absorção de liquidez pelo período continuou a ser instrumentada via emissão de TRM (com um máximo de 246.4 milhões de contos em Setembro e um mínimo de 17.5 milhões de contos em Novembro), sendo também emitidos TIM a 1 mês em montantes que oscilaram, nos mesmos meses, entre 181 milhões e 40 milhões de contos (quadro VI.4). Simultaneamente, as colocações de bilhetes do Tesouro a um ano, em mercado primário, assumiam valores de vulto (quadro VI.6).

A partir do final de Novembro e durante o mês de Dezembro, a tónica do mercado monetário foi alterada de forma marcante por uma confluência de factores actuando no mesmo

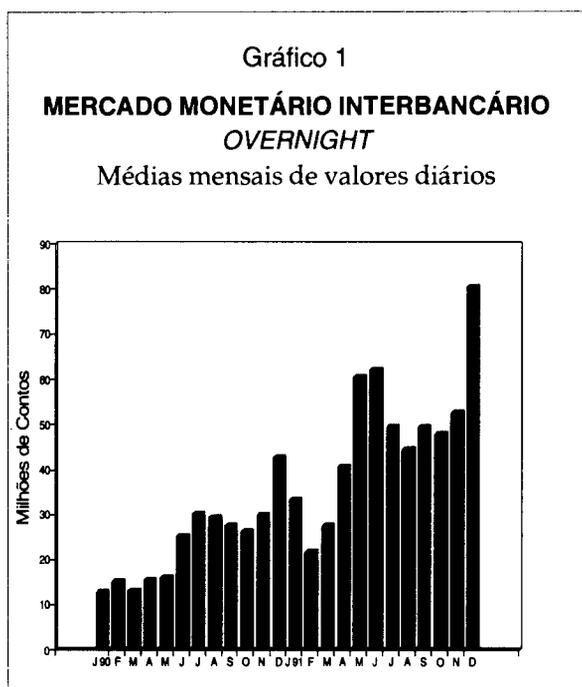
sentido. Por um lado, assistiu-se a uma paragem da criação de liquidez por via externa e, por outro, teve lugar um aumento sazonal da procura de circulação monetária e de crédito, daqui resultando necessidades muito fortes de liquidez por parte dos bancos. O Banco de Portugal satisfaz esta acrescida procura de fundos, injectando 227.7 milhões de contos através da sua facilidade regular de cedência de liquidez e ainda recorrendo a operações ocasionais a um prazo médio de 4 dias num total de 121.5 milhões de contos, a taxas de juro crescentes que variaram entre 21 por cento e 21.228 por cento (quadro VI.5). Em face

desta situação, as colocações de bilhetes do Tesouro em mercado primário reduziram-se substancialmente (quadro VI.6 e gráfico VI.10).

Em Dezembro o desvio do crescimento de  $L^-$  em relação ao programado alargou-se, situando-se em cerca de 3 pontos percentuais (gráfico VI.7) sendo, todavia, provável que a substituição de instrumentos do mercado de capitais por activos monetários por parte do público não bancário tenha sido incrementada neste mês, como o comportamento dos agregados mais latos de aplicações financeiras deste sector evidenciam (gráfico VI.12).

## A TAXA DE JURO OVERNIGHT NO MERCADO MONETÁRIO INTERBANCÁRIO

Após a "grande operação" de esterilização da liquidez excedentária do sistema bancário português, o Mercado Monetário Interbancário assumiu uma importância acrescida no exercício de controlo monetário, passando o Banco de Portugal a nortear a sua intervenção neste mercado pela evolução da taxa de juro overnight. Nesta vertente do mercado tem-se assistido a um continuado aumento das suas médias mensais (gráfico 1) e, por outro lado, a variação das suas taxas de juro (gráficos 2 e 3) tem reflectido, de algum modo, as alterações de política monetária efectuadas num passado recente, nomeadamente:



— a alteração na política de intervenção levada a cabo pelo Banco de Portugal, deixando de garantir o equilíbrio das necessidades agregadas de liquidez do sistema para uma dada taxa, em Junho de 1990, provocou um choque neste mercado, alargando o intervalo de variação das taxas de juro overnight do Mercado Monetário Interbancário;

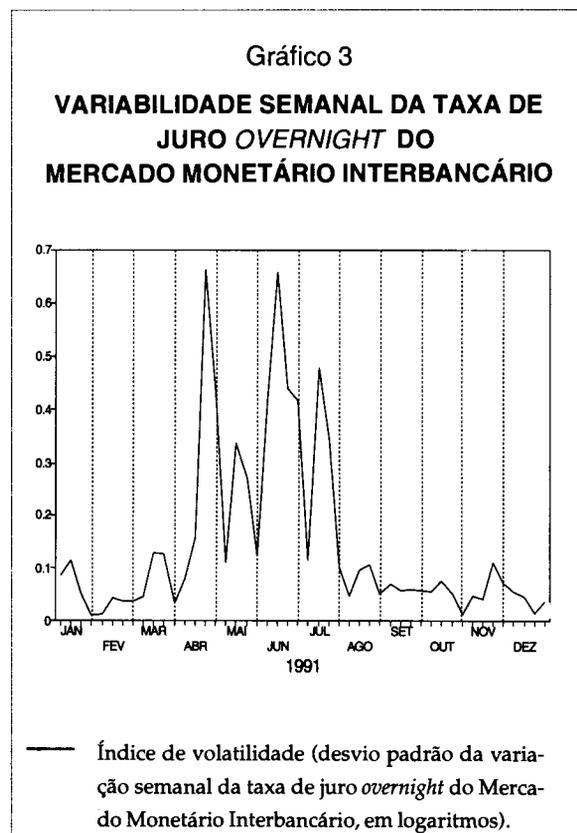
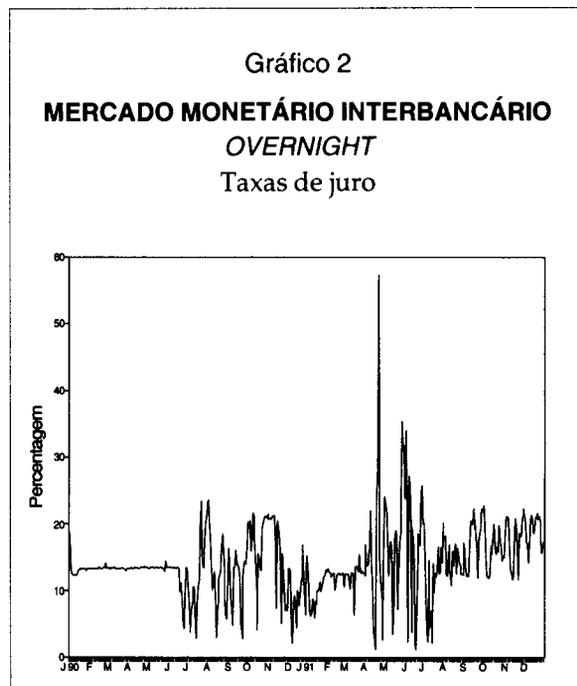


Gráfico 4

**TAXA DE JURO OVERNIGHT NO PRIMEIRO DIA DO PERÍODO SOBRE A TAXA DA SEMANA**

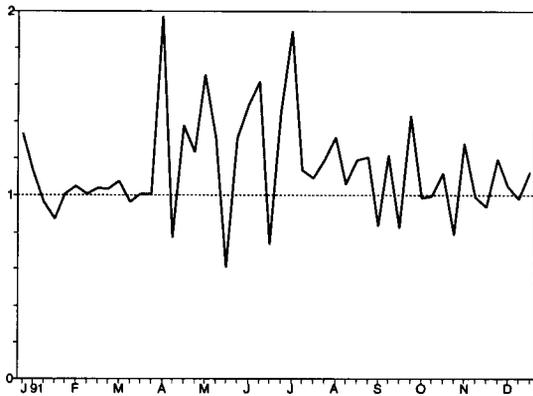


Gráfico 5

**TAXA DE JURO OVERNIGHT NO DIA DE INCIDÊNCIA SOBRE A TAXA DA SEMANA**

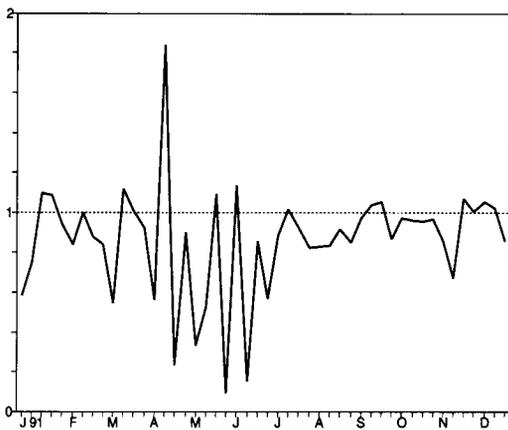


Gráfico 6

**TAXA DE JURO OVERNIGHT NO ÚLTIMO DIA DO PERÍODO SOBRE A TAXA DA SEMANA**

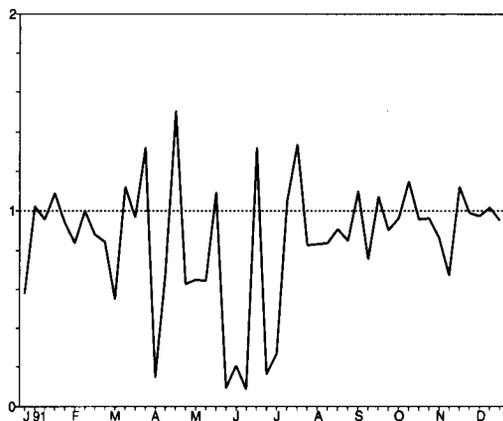


Gráfico 7

**VARIABILIDADE DA TAXA DE JURO OVERNIGHT NO PRIMEIRO DIA DO PERÍODO**

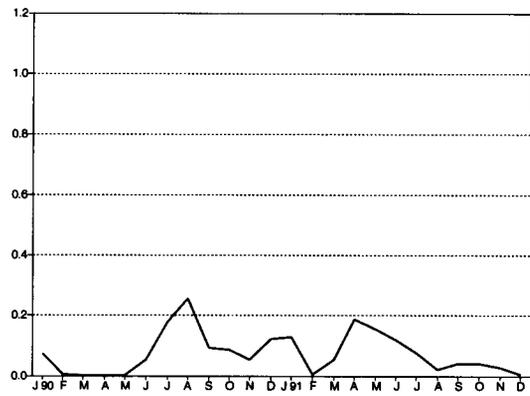


Gráfico 8

**VARIABILIDADE DA TAXA DE JURO OVERNIGHT NO DIA DE INCIDÊNCIA**

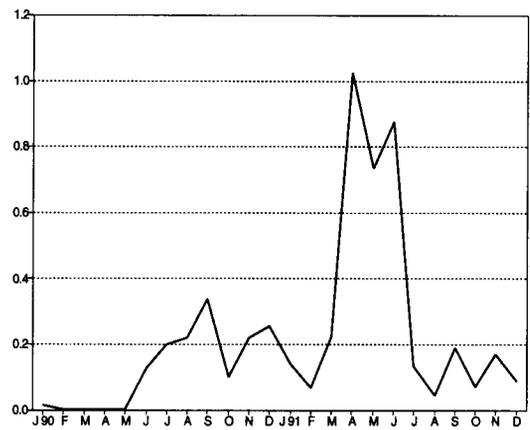
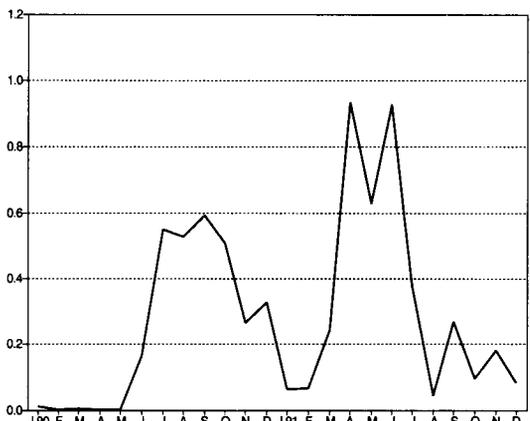


Gráfico 9

**VARIABILIDADE DA TAXA DE JURO OVERNIGHT NO ÚLTIMO DIA DO PERÍODO**



- a introdução do controlo monetário indirecto, em Abril de 1991, constituiu um segundo grande impacto neste mercado, levando a variabilidade das suas taxas de juro a aumentar em cerca de 5 vezes;
- a introdução de alterações de carácter operacional na forma de actuação do Banco Central no mercado monetário, em meados de Julho, veio, de alguma forma, repor a situação anterior à introdução do sistema de controlo monetário indirecto.

Os períodos de constituição de disponibilidades mínimas de caixa que os bancos são obrigados a respeitar têm efeitos consideráveis nas taxas de juro overnight do Mercado Monetário Interbancário. É, por isso, interessante a análise intra-período que a informação disponível possibilita.

Verifica-se que a taxa de juro no primeiro dia de constituição de disponibilidades mínimas de caixa<sup>(1)</sup> é normalmente superior à média do período, enquanto que, no último dia<sup>(2)</sup> e no "dia de incidência"<sup>(3)</sup> as taxas de juro são normalmente inferiores à média do período (estas conclusões encontram-se ilustradas nos gráficos 4, 5 e 6). Na base deste comportamento poderá estar uma atitude de aversão ao risco por parte das grandes instituições que leva à expansão da procura no início dos períodos de constituição de disponibilidades mínimas de caixa. Por outro lado, verifica-se que a variabilidade das taxas é inferior e mais estável no primeiro dia do que nos outros casos considerados (ver gráficos 7, 8 e 9).

(1) Dias 4, 12, 19 e 26 de cada mês.

(2) Dias 3, 11, 18 e 25 de cada mês.

(3) Corresponde ao dia posterior ao último dia do período de incidência; é o dia em que as instituições começam a saber o montante exacto de reservas a ser constituído no período de constituição.

Gráfico 10  
PESO DOS QUATRO MAIORES BANCOS CEDENTES NA GLOBALIDADE DO SISTEMA

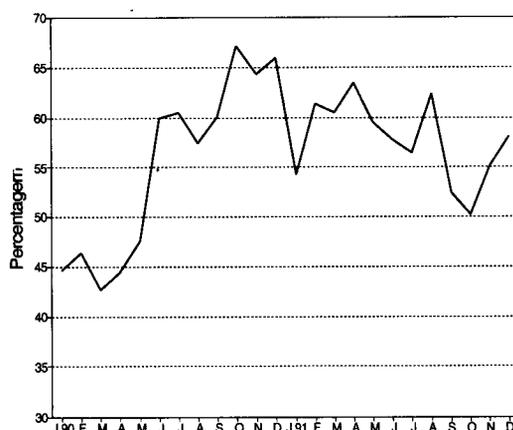
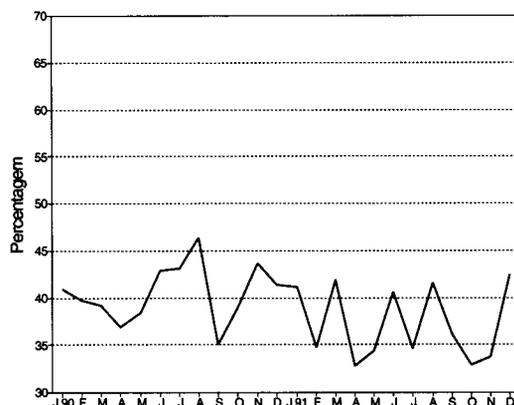


Gráfico 11  
PESO DOS QUATRO MAIORES BANCOS ADQUIRENTES NA GLOBALIDADE DO SISTEMA



Apesar dos melhoramentos introduzidos no Mercado Monetário Interbancário subsistem ainda alguns entraves ao seu funcionamento, nomeadamente, a grande concentração verificada no mercado, principalmente, no lado da oferta (ver gráficos 10 e 11). Não obstante, verificou-se em 1991 uma maior ligação entre o Mercado Monetário Interbancário e os outros mercados.

## 2. Agregados Monetários e de Crédito<sup>(5)</sup>

Os principais agregados monetários e de liquidez para a economia portuguesa apresentaram um ritmo de expansão gradualmente crescente ao longo de 1991. Os agregados de crédito bancário registaram uma evolução no mesmo sentido, de forma mais acentuada no caso do crédito ao sector privado. Ao mesmo tempo, a margem entre as taxas de juro das operações bancárias contraiu-se progressivamente ao longo do ano, com as taxas das operações activas mostrando tendência para decrescer e as taxas das operações passivas evoluindo no sentido inverso.

Os desenvolvimentos observados em 1991 não devem ser dissociados da fase que o sistema financeiro português tem vindo a atravessar, caracterizada, à semelhança de outros países, por um rápido processo de liberalização e inovação. Em Portugal, este processo foi particularmente acelerado com as alterações estruturais que ocorreram nos dois últimos anos. Numa primeira fase (início de 1990), abandonou-se a fixação de limites imperativos ao crédito bancário e, numa segunda fase (início de 1991), a recomendação para o crescimento do crédito foi igualmente abandonada. A isto acresceu, em Fevereiro de 1991, uma alteração do sistema de remuneração das disponibilidades mínimas de caixa que eliminou virtualmente (em termos marginais), o imposto implícito neste instrumento<sup>(6)</sup>.

(5) O Banco de Portugal dispõe, agora, para os agregados monetários e creditícios, não só de valores em fim de mês, mas também de valores semanais (dias 8, 15, 22 e último dia do mês) e valores diários (neste caso, apenas para os agregados monetários). Assim, e contrariamente ao verificado em anos anteriores, a análise será, sobretudo, efectuada com base em médias mensais de valores diários e médias mensais de valores semanais (médias simples dos valores do último dia do mês anterior e dos dias 8, 15, 22 e último dia do mês corrente), consoante se trate, respectivamente, de agregados monetários ou de crédito.

(6) Ver *Relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal*, Gerência de 1990.

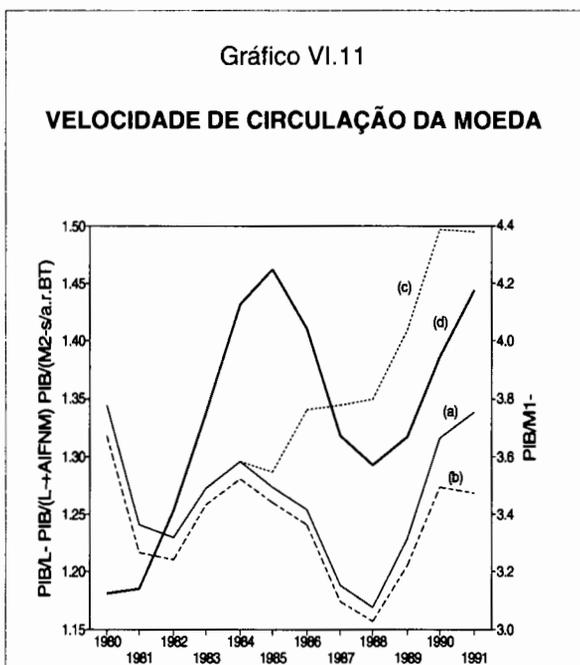
Estas medidas, e o concomitante reforço da concorrência entre as instituições do sistema, exerceram uma compressão da margem de intermediação bancária, como o estreitamento no diferencial entre taxas activas e passivas evidencia, que deverá contribuir decisivamente para explicar o fenómeno de reintermediação bancária a que se assistiu em 1991.

Não é de excluir, além disso, que a abolição das recomendações de crédito e a elevação da remuneração das reservas de caixa tenham induzido algum acréscimo de transparência dos registos contabilísticos dos bancos, afectando presumivelmente, no primeiro caso, sobretudo os agregados creditícios, e no segundo caso, sobretudo os agregados monetários.

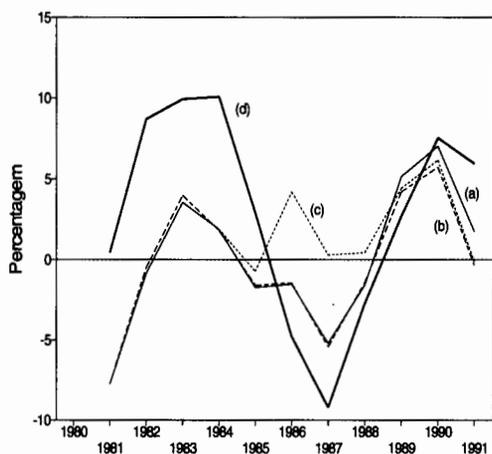
Este conjunto de factores terá alterado a relação dos agregados monetários e de crédito bancário com a despesa nominal, devendo assim, a sua análise ser particularmente cautelosa.

Em 1991 utilizou-se o agregado  $L^-$  (activos líquidos na posse do sector residente não financeiro) como principal indicador da evolução da liquidez na economia. A taxa de crescimento deste agregado (ver gráfico VI.12), em termos de médias mensais de valores diários, apresenta uma trajectória descendente até ao mês de Fevereiro (prolongando a tendência do segundo semestre de 1990), para depois inverter a trajectória, aumentando até meados do ano e, mais moderadamente e com oscilações, no segundo semestre (passando duma taxa de crescimento de 12.6 por cento em Fevereiro para 15.2 por cento em Dezembro). Esta evolução levou a que no final do ano o desvio relativamente à orientação quantitativa definida no início de 1991 se situasse em 3.4 pontos percentuais (ver gráfico VI.7). Contudo, devido aos factores já referidos que caracterizaram o sector financeiro em 1991 (e que já tinham estado, de alguma forma, presentes em 1990, com a abolição dos limites de crédito na sua forma tradicional), este desvio foi considerado aceitável. Em termos médios anuais, a expansão de  $L^-$  cifrou-se

em 13.9 por cento e, por outro lado, a velocidade de circulação da moeda (gráfico VI.11), após um crescimento continuado ao longo dos últimos anos, apresentou em 1991 alguma estagnação.



**VELOCIDADE DE CIRCULAÇÃO DA MOEDA**  
Taxas de crescimento

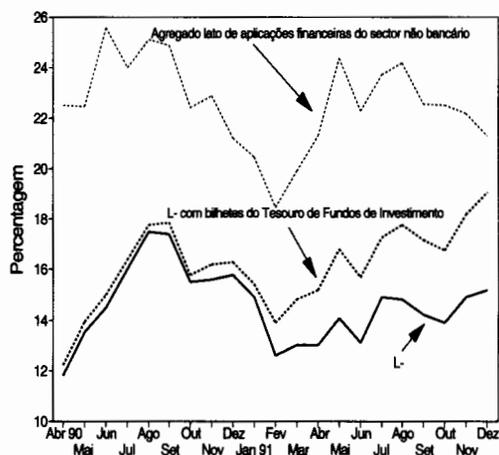


- (a) PIB/L
- (b) PIB/(L + Aplicações de instituições financeiras não monetárias, caixas económicas e caixas de crédito agrícola mútuo (AIFNM).
- (c) PIB/M<sub>2</sub> sem acordos de recompra de Bilhetes do Tesouro (s/a.r.BT).
- (d) PIB/M<sub>1</sub>.

Gráfico VI.12

**AGREGADOS MONETÁRIOS E FINANCEIROS**

Taxas de variação homóloga anual



Nota: As taxas de crescimento dos agregados são calculadas sobre médias mensais de valores diários (apenas com base nas duas semanas intermédias do mês, até Agosto de 1991).

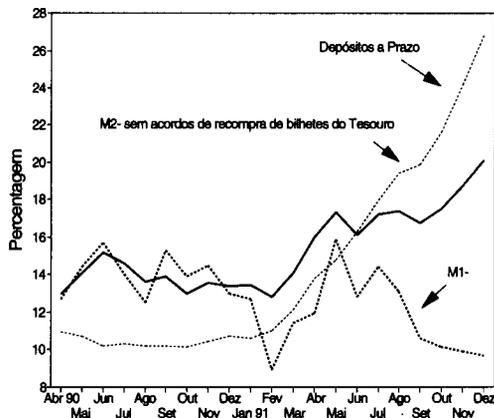
A evolução de  $L^-$  é fundamentalmente influenciada pela trajetória da sua componente  $M2^-$  (abatida dos acordos de recompra de bilhetes do Tesouro<sup>(7)</sup>), cuja taxa de crescimento passa de 13.4 por cento em Dezembro de 1990 para 20.1 por cento em Dezembro do ano seguinte, como se pode observar no gráfico VI.13. As restantes rubricas de  $L^-$  (passivos eventuais por aplicações líquidas e bilhetes do Tesouro e CLIP na posse do sector residente não financeiro, incluindo acordos de recom-

(7) A variável  $M2^-$  foi significativamente afectada pela alteração do regime de remuneração de disponibilidades mínimas de caixa, em Fevereiro de 1991, que igualizou a remuneração das disponibilidades mínimas constituídas sobre acordos de recompra formais de bilhetes do Tesouro (anteriormente não remuneradas) com a das disponibilidades mínimas constituídas sobre cedências de bilhetes do Tesouro sem recurso (previamente remuneradas a 16 por cento). Esta alteração induziu um forte aumento dos acordos de recompra de bilhetes do Tesouro (incluídos no agregado  $M2^-$ ) em detrimento das cedências sem recurso (não incluídas), empolando o crescimento do agregado  $M2^-$ . Para expurgar este efeito, utilizar-se-á em toda a análise o agregado  $M2^-$  abatido dos acordos de recompra de bilhetes do Tesouro.

Gráfico VI.13

**AGREGADOS MONETÁRIOS**

Taxas de variação homóloga anual



Nota: As taxas de crescimento dos agregados são calculadas sobre médias mensais de valores diários (apenas com base nas duas semanas intermédias do mês, até Agosto de 1991).

pra) decrescem no seu conjunto ao longo do período em análise (passando duma taxa de crescimento de 32.1 por cento em Dezembro de 1990 para -13.2 por cento em Dezembro de 1991).

O comportamento do agregado  $M_2^-$ , por sua vez, é o resultado de trajectórias substancialmente diferenciadas dos seus componentes. Assim, enquanto o agregado  $M_1^-$  (meios imediatos de pagamento) desacelera, principalmente na segunda metade do ano (passando duma taxa de crescimento de 13 por cento em Dezembro de 1990, para atingir 15.9 por cento em Maio de 1991 e terminar o ano a crescer 9.7 por cento), a quase-moeda e, dentro desta, os depósitos a prazo apresentam uma clara aceleração, passando a taxa de crescimento destes depósitos de 10.7 por cento em Dezembro de 1990 para 26.8 por cento em Dezembro de 1991.

A interpretação destes resultados prende-se com os aspectos gerais referidos acima, cuja concretização se fez sentir a diversos níveis. A isto acresce que a divergência de evo-

Gráfico VI.14

**ESTRUTURA TEMPORAL DOS DEPÓSITOS A PRAZO**

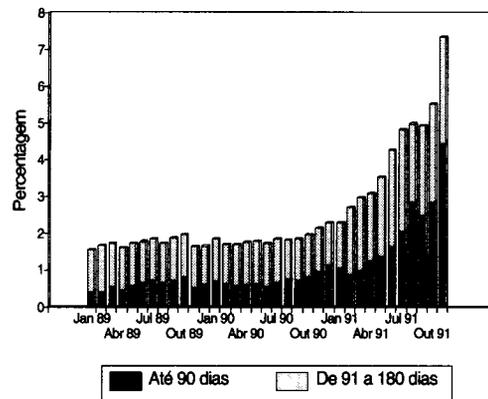
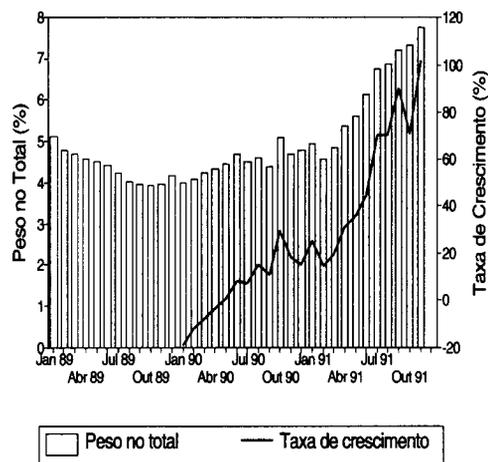


Gráfico VI.15

**DEPÓSITOS A PRAZO DE EMPRESAS**



lução entre os meios imediatos de pagamento e a quase-moeda deve ter em consideração a diferente natureza dos depósitos a prazo em

1991, notando-se acréscimos de importância, embora ainda a uma escala muito reduzida, dos depósitos a prazos mais curtos (nomeadamente até 180 dias), que constituem substitutos mais próximos dos depósitos à ordem, sem restrições de remuneração de natureza administrativa (ver gráfico VI.14). Este fenómeno é particularmente importante no caso das empresas, cujos depósitos a prazo atingiram taxas de crescimento na ordem dos 100 por cento, como mostra o gráfico VI.15, o que contrasta com a redução dos seus depósitos à ordem.

A carteira de bilhetes do Tesouro dos bancos aumentou mais de 400 milhões de contos no conjunto do ano, o que se traduziu numa quebra muito acentuada da taxa de passagem destes títulos para o público (com e sem acorrido de recompra), que desceria de 52 por cento em Janeiro para apenas 33 por cento no final do ano. Na base deste comportamento deverá estar a generalização de expectativas desinflationistas, já que foram os bilhetes do Tesouro de prazos mais longos aqueles que maior aceitação tiveram. Deste modo, ter-se-á verificado uma retracção da oferta de bilhetes do Tesouro ao público não financeiro, pelo que os clientes dos bancos que tradicionalmente investiam nestes títulos procederam a uma substituição em favor dos depósitos a prazo.

Por outro lado, os bancos aumentaram a passagem de bilhetes do Tesouro para instituições financeiras não monetárias, designadamente fundos de investimento. Esta conclusão é complementada se ao agregado  $L^-$  adicionarmos os bilhetes do Tesouro de fundos de investimento, pois verificamos que a sua evolução apesar de idêntica ao  $L^-$  é mais estável, ou seja, não existe uma quebra tão acentuada em Fevereiro e, posteriormente, as suas taxas de crescimento são sempre mais elevadas (ver gráfico VI.12). Esta indicação, complementada com a informação apresentada adiante sobre a intermediação dos fundos de investimento na aquisição de títulos de prazos mais longos, ilustra o aumento do grau de importância destes intervenientes, em simultâneo com os ban-

cos, no processo de financiamento da economia em 1991.

Em ligação com o clima mais competitivo vivido pelo sector bancário e a subida da remuneração das reservas de caixa, as taxas de juro das operações passivas dos bancos (ver gráficos VI.2 e VI.3) apresentaram neste ano um significativo acréscimo absoluto e relativo, principalmente quando ajustadas da inflação. À semelhança do que se verifica a nível das taxas activas, nota-se também uma clara diferenciação nas taxas passivas, entre os depósitos a prazo, por um lado, e os bilhetes do Tesouro e certificados de depósito por outro, o que poderá indiciar alguma distinção por tipo de clientela, não obstante ter-se esboçado uma pequena redução entre ambas.

Neste contexto, não será de estranhar a preferência crescente pelos activos monetários, nomeadamente, se considerarmos a relativa ausência de alternativas de aplicações de poupança que continuou a existir em 1991. Este fenómeno de reajustamento da carteira é visível pela comparação entre o andamento do agregado  $L^-$  e o dum agregado financeiro mais lato, onde, além dos activos incluídos no  $L^-$  e dos bilhetes do Tesouro na posse de fundos de investimento, se considerou as aplicações do público não bancário em obrigações e acções. Como o gráfico VI.12 ilustra, apesar do nível mais elevado das suas taxas de crescimento, este agregado lato denota alguma desaceleração na parte final do ano.

A análise das contrapartidas da criação de liquidez (apresentadas no quadro VI.8 e no gráfico VI.16) revela que durante o ano de 1991 foram sempre as contrapartidas internas as principais responsáveis pela variação de  $L^-$ , nomeadamente, o crédito a empresas e particulares. As contrapartidas externas foram gradualmente ganhando importância desde Fevereiro até ao final do ano. Refira-se, contudo, que em termos de criação de base monetária, a contrapartida externa assumiu uma relevância primordial, a qual foi contrariada pela forte absorção de liquidez levada a cabo pelo Banco de Portugal (ver gráfico VI.9).

QUADRO VI.8

CONTRAPARTIDAS DA VARIAÇÃO ANUAL DE L<sup>-</sup>

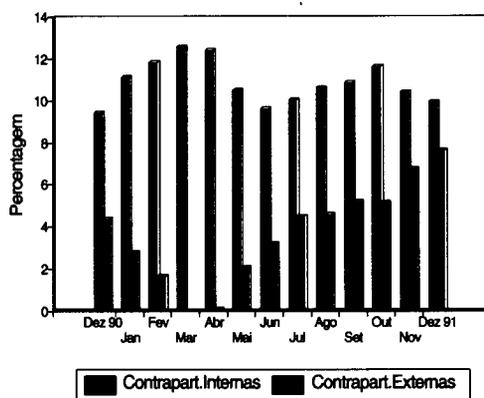
Milhões de contos

	1991					
	Jan		Fev		Mar	
		%		%		%
Origens da variação da liquidez interna:						
1. Sector Público Administrativo	230.3	3.8	206.5	3.4	157.1	2.5
2. Empresas e particulares	811.8	13.4	861.7	14.2	875.9	14.1
2.1. Empresas não financeiras e particulares	674.5	11.1	717.0	11.8	714.7	11.5
2.2. Instituições financeiras não monetárias	136.2	2.2	142.5	2.3	159.1	2.6
2.3. Caixas crédito agrícola mútuo e c. económicas	1.1	0.0	2.2	0.0	2.1	0.0
3. Outras contrapartidas internas	-366.3	-6.0	-349.1	-5.7	-250.5	-4.0
4. (=1.+2.+3.) Contrapartidas internas	675.7	11.1	719.1	11.8	782.6	12.6
5. Contrapartidas externas	168.9	2.8	100.6	1.7	1.2	0.0
6. (=4.+5.) Variação de L <sup>-</sup>	844.6	13.9	819.7	13.5	783.7	12.6
1991						
Abr		Mai		Jun		
	%		%		%	
Origens da variação da liquidez interna:						
1. Sector Público Administrativo	234.4	3.7	135.6	2.1	26.1	0.4
2. Empresas e particulares	911.3	14.4	927.3	14.6	949.2	14.8
2.1. Empresas não financeiras e particulares	759.3	12.0	780.4	12.3	784.9	12.2
2.2. Instituições financeiras não monetárias	150.2	2.4	147.4	2.3	164.7	2.6
2.3. Caixas crédito agrícola mútuo e c. económicas	1.8	0.0	-0.5	0.0	-0.4	0.0
3. Outras contrapartidas internas	-362.4	-5.7	-396.0	-6.2	-357.5	-5.6
4. (=1.+2.+3.) Contrapartidas internas	783.3	12.4	666.9	10.5	617.8	9.6
5. Contrapartidas externas	6.1	0.1	133.0	2.1	205.4	3.2
6. (=4.+5.) Variação de L <sup>-</sup>	789.4	12.5	799.9	12.6	823.2	12.8
1991						
Jul		Ago		Set		
	%		%		%	
Origens da variação da liquidez interna:						
1. Sector Público Administrativo	48.9	0.7	69.9	1.1	-20.8	-0.3
2. Empresas e particulares	1009.7	15.5	1117.0	16.9	1092.8	16.4
2.1. Empresas não financeiras e particulares	848.9	13.0	938.4	14.2	926.6	13.9
2.2. Instituições financeiras não monetárias	161.4	2.5	180.0	2.7	166.9	2.5
2.3. Caixas crédito agrícola mútuo e c. económicas	-0.7	0.0	-1.5	0.0	-0.6	0.0
3. Outras contrapartidas internas	-405.5	-6.2	-483.8	-7.3	-348.3	-5.2
4. (=1.+2.+3.) Contrapartidas internas	653.1	10.0	703.1	10.6	723.8	10.9
5. Contrapartidas externas	292.7	4.5	302.5	4.6	348.8	5.2
6. (=4.+5.) Variação de L <sup>-</sup>	945.8	14.5	1005.6	15.2	1072.6	16.1
1991						
Out		Nov		Dez		
	%		%		%	
Origens da variação da liquidez interna:						
1. Sector Público Administrativo	7.2	0.1	60.0	0.9	119.6	1.7
2. Empresas e particulares	1100.8	16.5	1183.6	17.7	1202.3	17.6
2.1. Empresas não financeiras e particulares	951.7	14.3	1030.8	15.4	1038.9	15.2
2.2. Instituições financeiras não monetárias	148.8	2.2	154.1	2.3	163.2	2.4
2.3. Caixas crédito agrícola mútuo e c. económicas	0.3	0.0	-1.3	0.0	0.2	0.0
3. Outras contrapartidas internas	-331.1	-5.0	-547.3	-8.2	-639.0	-9.3
4. (=1.+2.+3.) Contrapartidas internas	776.8	11.6	696.4	10.4	682.9	10.0
5. Contrapartidas externas	345.0	5.2	452.9	6.8	522.1	7.6
6. (=4.+5.) Variação de L <sup>-</sup>	1121.8	16.8	1149.3	17.2	1205.0	17.6

Notas: Os valores das contrapartidas são calculados tendo por base médias mensais de valores semanais (5 semanas) corrigidos da componente "anormal" de cheques das OIM (vd. Robalo Marques, Carlos, "Determinação da Componente "Anormal" do Saldo da Rubrica "Cheques e Vales de Correio" das Estatísticas Monetárias e Financeiras", Banco de Portugal, Boletim Trimestral, Vol. 13, N.º 1, Março de 1991).

Os valores entre parêntesis correspondem a contrapartidas da variação de L<sup>-</sup> em percentagem de L<sup>-</sup> no início do período.

Gráfico VI.16

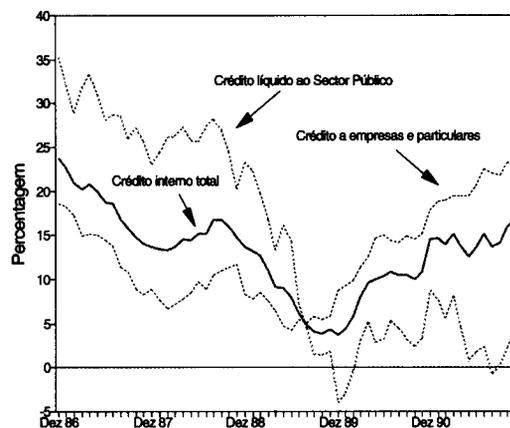
**CONTRAPARTIDAS DA VARIAÇÃO ANUAL DE L<sup>-</sup>**(Em % de L<sup>-</sup> no início do período)

Nota: As contrapartidas da variação de L<sup>-</sup> são calculadas sobre médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques (médias simples dos valores do último dia do mês anterior e dos dias 8, 15, 22 e último dia do mês corrente).

Gráfico VI.17

**AGREGADOS DE CRÉDITO**

Taxas de variação homóloga anual



Nota: As taxas de crescimento dos agregados são calculadas sobre médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques (médias simples dos valores do último dia do mês anterior e dos dias 8, 15, 22 e último dia do mês corrente).

A evolução do crédito interno total, cuja taxa de crescimento em termos de médias mensais de valores semanais passou de 10.8 por cento em Dezembro de 1990 para 16.6 por cento no final de 1991 (ver gráfico VI.17), foi durante o ano em análise fortemente condicionada pela sua componente dirigida a empresas e particulares (que acelerou durante o mesmo período de 15.1 para 23 por cento), já que o crédito dirigido ao Sector Público Administrativo apresentou durante todo o ano taxas de crescimento bastante moderadas (sempre abaixo dos 9 por cento).

À semelhança do que acontece no caso dos agregados monetários, também o conteúdo informativo dos agregados de crédito bancário interno se terá alterado. Este facto relaciona-se com o fenómeno de reintermediação bancária anteriormente analisado, mas também com a maior transparência dos balanços dos bancos. Pressupõe-se que as instituições tenham efec-

tuado reclassificações de crédito concedido em momentos anteriores do tempo que, à luz das estimativas existentes, deverão ter efeitos significativos sobre as taxas de crescimento do crédito bancário a empresas e particulares sem, contudo, ser posta em causa a forte expansão desta variável ao longo do ano.

Na procura duma explicação para a aceleração do crédito bancário a empresas e particulares analisaram-se formas alternativas de financiamento destas entidades<sup>(8)</sup>. Por um lado, considerou-se o financiamento que as empresas podem obter no mercado de capitais interno<sup>(9)</sup> e por outro, construiu-se um agrega-

(8) A informação referente a estas formas alternativas de financiamento só se encontra disponível em valores de fim de mês, pelo que esta análise será totalmente efectuada com este tipo de informação, inclusive, no que se refere ao crédito interno bancário.

(9) Emissão de acções e obrigações.

Gráfico VI.18

### FINANCIAMENTO A EMPRESAS E PARTICULARES

Taxas de variação homóloga anual

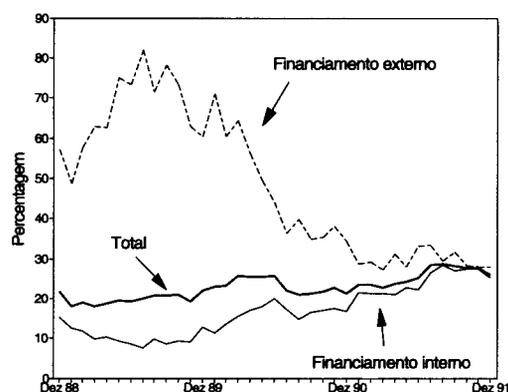
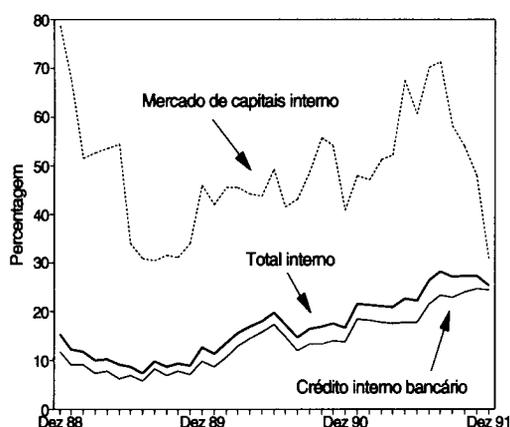


Gráfico VI.19

### FINANCIAMENTO INTERNO A EMPRESAS E PARTICULARES

Taxas de variação homóloga anual



do de financiamento externo<sup>(10)</sup>. Com estas componentes e o crédito bancário interno ob-

(10) Além dos tradicionais *stocks* contabilizados na dívida, inclui o investimento directo estrangeiro, a aquisição de acções de empresas e de obrigações de dívida privada por parte de não residentes e ainda, a rubrica residual da balança de pagamentos, em que se incluem também os "Erros e Omissões", que se admitiu ser maioritariamente constituída por créditos comerciais.

teve-se um agregado lato de financiamento do sector privado apresentado no gráfico VI.18, cuja análise permite concluir que o crescimento do financiamento das empresas e particulares se encontra em níveis bastante elevados desde 1989, denotando uma aceleração em 1991 (2.4 pontos percentuais em termos médios, que poderá ser exclusivamente devida às reclassificações anteriormente referidas) bastante inferior à do crédito interno bancário (7.1 pontos percentuais). Portanto, a aceleração desta última variável resultou em larga medida duma alteração da composição do financiamento das empresas, nomeadamente, pela substituição de financiamento externo por interno. A nível interno (ver gráfico VI.19), o financiamento via mercado de capitais teve uma evolução irregular ao longo do ano, no entanto, no segundo semestre a trajetória é claramente decrescente, contrastando com a evolução do crédito bancário.

O forte crescimento do financiamento do sector privado não se relaciona com um aumento importante do crédito ao consumo, o qual se encontra ainda numa forma embrionária em Portugal (representando cerca de 2 por cento do crédito bancário a empresas e particulares, como ilustra o quadro VI.9).

Em termos de evolução intra-anual, o crédito interno bancário a empresas e particula-

QUADRO VI.9

#### CRÉDITO BANCÁRIO AO CONSUMO<sup>(a)</sup>

	Milhões de contos	Taxa de crescimento (%)	Em percentagem do crédito bancário a empresas e particulares
1991			
Março ...	101.9	19.6	1.9
Junho ...	118.3	31.9	2.1
Setembro	129.5	37.2	2.2

Nota:

(a) Crédito bancário a particulares até 1 ano.

res registou uma grande aceleração no mês de Janeiro, que poderá ter resultado da situação de excesso de liquidez então vivida, decorrente do fim da indicação de crescimento para o crédito, sem que entrasse em vigor o novo sistema de controlo monetário indirecto. O ritmo de crescimento do crédito a empresas e particulares apresentou em seguida alguma estabilização mas, principalmente no segundo semestre do ano, a tendência de aceleração foi retomada. Para esta trajectória deverão ter contribuído as continuadas dificuldades de acesso à bolsa de algumas empresas, face à estagnação desse mercado. A nível externo, as restrições impostas ao endividamento proveniente do exterior tiveram decerto grande importância no crescimento do crédito interno.

A evolução das taxas de juro do crédito bancário, não deixou de reflectir o aumento da concorrência no sistema, particularmente notória no caso do crédito concedido aos melhores clientes (ver gráficos VI.2 e VI.3). As taxas de juro das operações de 91 a 180 dias, na sua globalidade, decrescem, em termos nominais, ao longo do ano. Entre as suas componentes, as taxas de juro da carteira comercial referentes a empresas privadas mantêm-se quase constantes, enquanto que as taxas de juro dos empréstimos e outros créditos a empresas privadas decrescem. Por outro lado, as taxas dos leilões "cristal"<sup>(11)</sup> de empresas públicas, denotam uma tendência decrescente muito acentuada até Abril, estabilizando desde então a um nível marginalmente superior à taxa dos bilhetes do Tesouro. A importância fundamental destas taxas provem da sua função de indicador do custo do crédito para os melhores clientes. Como tal, não é de estranhar que as primeiras *prime rates* portuguesas, anunciadas já em 1992, se tenham situado a níveis próximos das taxas destes leilões. Em termos reais, as taxas de juro das operações bancárias, tanto activas como passivas, continuaram a

umentar reduzindo-se, no entanto, a margem entre ambas.

Ao longo do ano de 1991 foram dados passos no sentido da harmonização dos agregados monetários largos dos estados-membros da Comunidade Europeia, no contexto da coordenação das respectivas políticas monetárias. Neste processo normalizador, clarificaram-se regras de sectorização da economia e conceitos estatísticos e considerou-se a estabilidade como propriedade essencial dos agregados; isto levou à construção de dois agregados harmonizados: um agregado monetário lato, M3H, e um agregado de liquidez, M4H. No caso português o agregado M4H corresponde ao tradicional  $L^-$  e o agregado M3H corresponde ao tradicional  $M_2^-$ , acrescido da rubrica (presentemente de montante diminuto) "passivos eventuais por aplicações líquidas".

O exercício de programação monetária e, bem assim, a fixação da sua orientação quantitativa continuaram a ser feitos a partir do agregado  $L^-$ , dada a maior estabilidade da função procura de moeda obtida para esta variável.

### 3. Mercado de capitais

#### 3.1 Enquadramento geral

O mercado de valores mobiliários foi caracterizado, em 1991, pela alteração do quadro legal e operacional e por uma evolução diferenciada no mercado primário e secundário. No aspecto regulamentar (ver "caixa"), há a salientar a publicação, em Julho, do Código do Mercado de Valores Mobiliários, tendo em vista aumentar a eficiência e fornecer um enquadramento ao mercado, e a criação, em Abril, dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) para assegurar a colocação das emissões das obrigações do Tesouro e a liquidez destes títulos no mercado secundário. No mercado primário verificou-se uma redução das emissões de acções e obrigações líquidas

(11) Concessão de créditos de médio prazo a grandes empresas, através de um sistema de leilão, com condições renováveis semestralmente.

de amortizações, que teve como contrapartida um maior recurso ao crédito bancário; assinale-se também a forte expansão da emissão de unidades de participação em fundos de investimento. O mercado secundário revelou, pelo contrário, um forte crescimento dos valores transaccionados, principalmente de títulos da dívida pública, e uma tendência para a redução gradual da taxa de rentabilidade das obrigações e, sobretudo, do índice de cotações de acções.

A emissão total de títulos (acções, obrigações e títulos de participação), líquida de amortizações, situou-se, em 1991, em 1013 milhões de contos, cerca de 12 por cento abaixo do valor do ano anterior (quadro VI.10). Esta queda foi particularmente marcada no caso da banca e das empresas, enquanto o Sector Público Administrativo (SPA) e as Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) registaram alterações menos significativas, e as emissões de não residentes expandiram-se fortemente em relação ao ano anterior.

Quadro VI.10

**EMISSÃO TOTAL DE TÍTULOS LÍQUIDA DE AMORTIZAÇÕES<sup>(a)</sup>**

Por sectores institucionais

Milhões de contos

	1989	1990	1991
Sector Público Administrativo .....	382.5	470.3	470.5
Outras Instituições Monetárias .....	46.0	158.3	69.9
Instituições Financeiras não Monetárias ..	146.1	212.2	229.8
Empresas Públicas não Financeiras .....	27.5	108.9	51.5
Outras Empresas não Financeiras .....	142.3	150.1	91.8
Entidades não Residentes .....	22.0	47.5	99.5
Total .....	766.4	1147.3	1013.0

Fonte: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público (DGJCP), Boletins de Cotações das Bolsas de Valores, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril).

Nota:

(a) Não inclui Certificados de aforro, Bilhetes do Tesouro (BT) e Crédito por Leilão ao Investimento Público (CLIP).

Um traço fundamental da evolução financeira em 1991 foi, assim, a redução do recurso ao financiamento no mercado de capitais pelo sector residente não financeiro; esta redução teve como contrapartida um forte crescimento do crédito bancário, que esteve associado ao desmantelamento dos limites de crédito e à imposição de barreiras à entrada de capitais. No que se refere às aplicações do sector residente não financeiro, esta reintermediação bancária materializou-se num notável crescimento das aplicações em instrumentos bancários, com destaque para os tradicionais depósitos a prazo, em detrimento das aplicações directas em acções e obrigações.

A retracção das aplicações directas do sector residente não financeiro em instrumentos do mercado de capitais foi, no entanto, em larga medida compensada por uma forte expansão das suas aplicações em unidades de participação de fundos de investimento. Este facto é parcialmente ilustrado pela apreciável expansão da carteira de títulos de médio e longo prazos dos fundos de investimento mobiliário (mais 271.3 milhões de contos do que no final de 1990) reflectindo a constituição de mais 27 fundos (quadro VI.11). A composição desta carteira não sofreu alteração significativa continuando a verificar-se predominância absoluta de obrigações (mais de 95 por cento do total) e decréscimo do peso das acções, explicado pela existência de maior número de fundos especializados em obrigações e pelo baixo valor das cotações de acções.

Outro facto relevante da evolução financeira em 1991 consistiu no grande crescimento da carteira de aplicações em títulos nacionais por parte de não residentes, que atingiu 839.9 milhões de contos no final de 1991 (mais do dobro do valor no final de 1990) (quadro VI.12). Este apreciável crescimento foi devido às aplicações em obrigações de dívida pública, que atingiram 68.4 por cento do total da carteira em Dezembro de 1991. Subjacente ao interesse de não residentes por títulos de dívida pública nacional encontra-se o significativo diferencial de rentabilidade face a aplicações no exterior, numa situação de ausência de ex-

Quadro VI.11

**COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE TÍTULOS DE MÉDIO E LONGO PRAZOS  
DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO<sup>(a)</sup>**

Milhões de escudos

	1989		1990		1991	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Obrigações – dívida pública .....	58435	54.45	134125	51.95	328966	62.13
Obrigações – diversos .....	33627	31.33	109168	42.28	183685	34.69
Acções .....	12433	11.58	11755	4.55	12322	2.33
Títulos de participação .....	2388	2.23	2890	1.12	4330	0.82
Títulos estrangeiros .....	442	0.41	259	0.10	157	0.03
Unidades de participação .....	-	-	4	0.00	14	0.00
<b>Total .....</b>	<b>107325</b>	<b>100</b>	<b>258201</b>	<b>100</b>	<b>529474</b>	<b>100</b>
Por memória:						
Número de Fundos .....	23	-	49	-	76	-

Nota:

(a) Não inclui os títulos objecto de contrato de venda com acordo de recompra nem o juro das obrigações e títulos de participação.

pectativas de desvalorização do escudo, possivelmente acentuado pela queda da taxa de rentabilidade dos títulos públicos nalgumas economias (designadamente em Espanha) nos meses iniciais do ano. As medidas tomadas no segundo trimestre no sentido de aumentar a liquidez no mercado secundário (designada-

mente a criação dos OEVT) terão intensificado aquele interesse. Assim, foi neste período que se concentraram as aquisições por não residentes de títulos nacionais, em especial de taxa de juro indexada, levando o Banco de Portugal a submeter estas aquisições à sua autorização prévia, em Julho. Os títulos de taxa

Quadro VI.12

**TÍTULOS NACIONAIS DETIDOS POR NÃO RESIDENTES<sup>(a)</sup>**

Milhões de escudos

	1989		1990		1991	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Acções .....	206267	77.1	182965	45.5	210284	25.0
Obrigações .....	48612	18.2	208654	51.8	609077	72.5
das quais: dívida pública .....	34506	12.9	185875	46.2	574343	68.4
Títulos de participação .....	1435	0.5	909	0.2	2835	0.3
Unidades de participação .....	11254	4.2	10026	2.5	17743	2.1
<b>Total .....</b>	<b>267568</b>	<b>100</b>	<b>402554</b>	<b>100</b>	<b>839939</b>	<b>100</b>

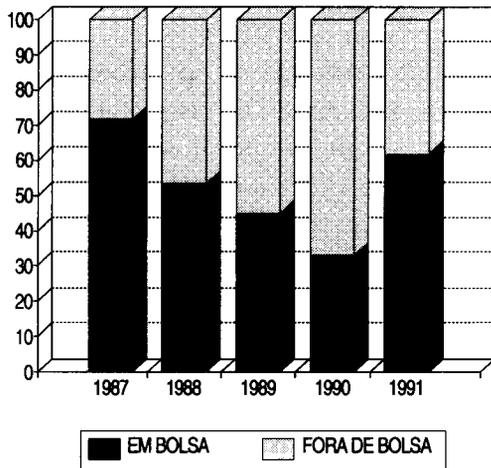
Nota:

(a) *Stock* no final do ano. Os títulos estão valorizados à última cotação do período.

Gráfico VI.20

## TRANSACÇÕES EM BOLSA E FORA DE BOLSA

Importância relativa

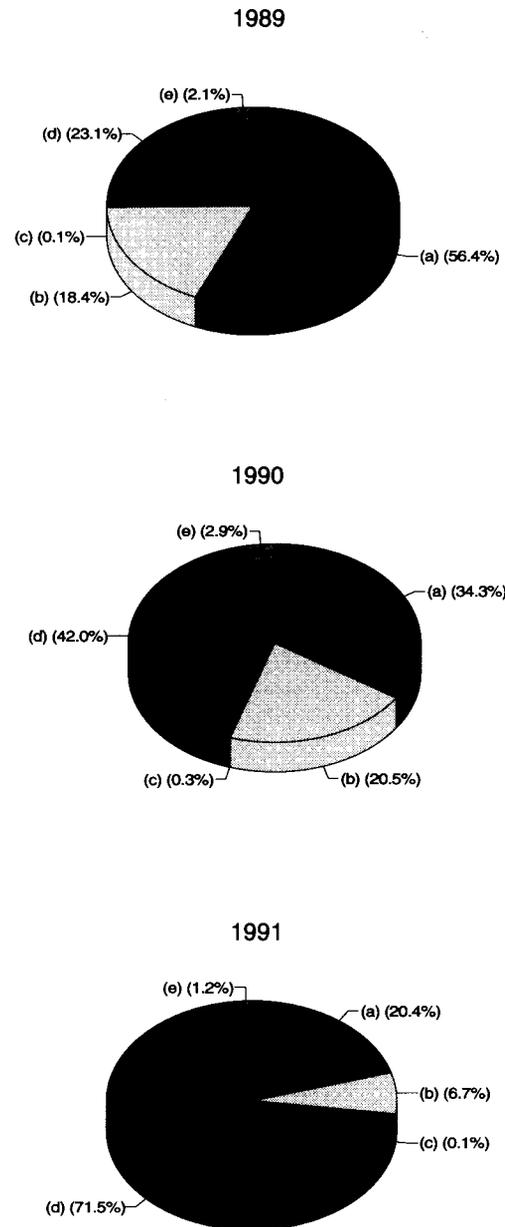


fixa permaneceram acessíveis a não residentes, no contexto dos acordos de liberalização de movimentos de capitais entre Portugal e o resto da Comunidade Europeia. Porém, dada a oferta limitada destes títulos, as aplicações de não residentes foram em menor volume no segundo semestre, não deixando, ainda assim, de pressionar as taxas de rentabilidade destes títulos no sentido da baixa.

No mercado secundário de títulos verificou-se, em 1991, um significativo crescimento das quantidades e valores transaccionados, em especial no que se refere a títulos da dívida pública. Este crescimento dos valores transaccionados foi particularmente importante nas transacções em bolsa, que representaram 61.8 por cento do total de transacções, alterando a estrutura de transacções dos últimos anos (gráfico VI.20). Na composição das transacções em bolsa continuou a verificar-se redução do peso das transacções de acções (incluindo sessões especiais) e aumento do peso das transacções de obrigações (em especial, de dívida

Gráfico VI.21

## COMPOSIÇÃO DAS TRANSACÇÕES EM BOLSA



Notas:

- (a) Acções.
- (b) Acções - sessões especiais.
- (c) Unidades de participação.
- (d) Obrigações.
- (e) Títulos de participação.

Quadro VI.13

**EMISSÃO TOTAL DE TÍTULOS LÍQUIDA DE AMORTIZAÇÕES**

Por tipo de instrumento<sup>(a)</sup>

Milhões de contos

	1989	1990	1991
Acções .....	213.0	387.5	308.0
Títulos de participação .....	14.5	-3.3	-1.7
Títulos de dívida pública .....	382.5	470.3	470.5
Tesouro Familiar .....	39.8	40.2	38.0
FIP .....	357.4	405.3	803.9
OCA .....	124.1	172.0	59.0
OT - médio prazo .....	-18.8	-45.8	440.0
Outras obrigações .....	-120.0	-101.4	-870.4
Obrigações "clássicas" .....	119.6	222.4	104.7
Obrigações de caixa .....	9.8	8.9	1.2
Obrigações de entidades não residentes .....	22.0	47.5	99.5
Obrigações convertíveis .....	5.0	14.0	6.1
Obrigações subordinadas .....	-	-	19.4
Obrigações hipotecárias .....	-	-	5.0
Obrigações participantes .....	-	-	0.3
<b>Total .....</b>	<b>766.4</b>	<b>1147.3</b>	<b>1013.0</b>
Por memória:			
Certificados de aforro (líquidos) ...	115.8	174.7	185.6

Fonte: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público (DGJCP), Boletins de Cotações das Bolsas de Valores, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei nº142-A/91, de 10 de Abril).

Nota:

(a) Não inclui Certificados de aforro, Bilhetes do Tesouro e Crédito por Leilão ao Investimento Público (CLIP).

pública) (gráfico VI.21). O crescimento das transacções em bolsa está associado, por um lado, a melhorias operacionais introduzidas em 1991, nomeadamente, o alargamento do horário de negociação dos títulos e a formação duma segunda cotação diária para os títulos com maior liquidez, e, por outro, no caso dos valores do Tesouro, à maior liquidez decorrente da criação dos OEVT, à redução geral das taxas de realização de operações em bolsa<sup>(12)</sup> sobre estes títulos (acrescida, no caso de operações sobre empréstimos FIP/91 e OCA/91 efectuadas pelos OEVT, de uma redução de 50 por cento do montante da taxa) e eventualmente a questões fiscais.

O Banco de Portugal aperfeiçoou, em 1991, os indicadores do mercado secundário de obrigações, passando a calcular taxas de rentabilidade para as obrigações de taxa fixa, para os prazos residuais mais significativos, e para as obrigações de taxa indexada. Dum modo geral, a rentabilidade das obrigações apresenta uma evolução descendente ao longo de 1991. De salientar por último, que o índice de cotações de acções registou, em 1991, uma queda sustentada.

(12) Portaria nº 174/91 de 6 de Junho (2ª Série).

## **CRONOLOGIA DAS PRINCIPAIS MEDIDAS SOBRE O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS EM 1991**

- **10 de Abril – Decreto-Lei nº 142-A/91**

*Aprova o Código do Mercado de Valores Mobiliários, o qual veio estabelecer um novo enquadramento legal e operacional do mercado de capitais nacional. Em termos de organização e funcionamento, foi constituída a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) com as atribuições de supervisão, fiscalização e regulamentação dos mercados, foi constituído o Conselho Nacional de Valores Mobiliários como órgão consultivo do Ministro das Finanças e foram criadas as associações de bolsa – associações de direito privado – para a gestão e manutenção das bolsas de valores. No mercado primário foi introduzido o princípio de liberdade de emissão, salvo casos excepcionais previstos no Código, necessitando apenas de proceder ao registo da emissão na CMVM e da publicação de um prospecto informativo. No mercado secundário passaram a existir dois mercados organizados – a bolsa de valores e o mercado de balcão - dotados de estatuto jurídico. Na bolsa de valores foram, também, criados três segmentos de mercado: o mercado de cotações oficiais de âmbito nacional (a funcionar desde a entrada em vigor do Código); o segundo mercado de âmbito regional (começou a funcionar já a 20 de Janeiro de 1992) destinado, fundamentalmente, à cotação dos títulos das pequenas e médias empresas; e o mercado sem cotações (a funcionar desde 22 de Outubro de 1991) para os títulos que não reúnem as condições de admissão aos dois mercados anteriores. Em termos de operacionalidade, o código introduziu novos sistemas de negociação: o sistema de negociação com base em uma ou mais chamadas diárias e o sistema de negociação em contínuo; em ambos os sistemas, a apresentação das ordens de bolsa pode ser feita de viva voz ou de forma automática. De salientar também, a criação da Central de Valores Mobiliários para o registo e depósito dos valores mobiliários titulados.*

- **10 de Abril – Decreto-Lei nº 142-B/91**

*Introduz alterações no Estatuto de Benefícios Fiscais com vista a beneficiar com isenções e reduções de impostos as associações criadas no âmbito da reforma do mercado de valores mobiliários e os seus fundos de garantia e as operações de contrapartida.*

- **23 de Abril – Acordo para o exercício da actividade de Operador Especializado em Valores do Tesouro (OEVT) durante 1991**

*Os OEVT são instituições bancárias seleccionadas pela Junta do Crédito Público (JCP) para actuar nos mercados primário e secundário de valores do Tesouro. No mercado primário, os OEVT devem garantir uma*

*procura competitiva nos leilões de valores do Tesouro, assegurando para cada modalidade uma procura anual mínima não inferior à sua quota de mercado definida pela Associação Portuguesa de Bancos. Em cada leilão, os OEVT podem adquirir, pelo preço mínimo do leilão, uma quantidade suplementar de valores do Tesouro, até um terço da quantidade colocada no leilão, não superior à percentagem de participação de cada operador nos três leilões anteriores. No mercado secundário, os OEVT devem garantir a liquidez dos valores do Tesouro, assegurando transacções diárias mínimas (200 milhões de escudos para os títulos FIP-91, 150 milhões de escudos para as OCA-91 e 150 milhões de escudos para as Obrigações do Tesouro médio prazo emitidas em 1991) e respeitando um spread máximo de 5/8 por cento entre o preço de compra e de venda. A título experimental, para 1991, foram admitidos como OEVT 20 instituições mas, no início de 1992, passaram a ser 14 com as quais foram estabelecidos contratos para os próximos dois anos.*

- 17 de Maio – Decreto-Lei n.º 187/91

*Cria os fundos de investimento de capital de risco (fundos fechados) com o objectivo de desenvolver as actividades de capital de risco. O património destes fundos será constituído por quotas de capital e acções e obrigações não admitidas à cotação nas bolsas de valores e cujos certificados de participação terão um valor mínimo de 5000 contos.*

- 17 de Junho – Decreto-Lei n.º 213/91

*Permite a conversão dos títulos de participação adquiridos pelo público em geral em capital social das empresas pela sua mobilização antecipada, para subscrição de acções em aumentos de capital, tendo em consideração a necessidade de capitalizar as sociedades anónimas resultantes do processo de reprivatização das empresas públicas.*

- 5 de Julho – Aviso n.º 7/91 do Ministério das Finanças

*Submete a aquisição por não residentes de títulos de taxa de juro indexada a prévia autorização do Banco de Portugal, como forma de restringir o afluxo de capitais externos.*

- 25 de Julho – Portaria n.º 227/91

*Submete a registo simplificado, prévio ou subsequente, na CMVM a emissão de valores mobiliários por subscrição pública por forma a manter um registo completo de todas as emissões e assegurar um controlo da actuação dos emitentes.*

- 13 de Agosto – Decreto-Lei n.º 293/91

*Introduz alterações no Estatuto dos Benefícios Fiscais, sujeitando os rendimentos dos fundos de investimento de capital de risco a imposto sobre o rendimento das pessoas singulares (IRS) e isentando desse mesmo imposto os rendimentos distribuídos aos titulares das unidades de participação destes fundos, tal como já sucedia com os rendimentos dos fundos de investimento mobiliário.*

- 14 de Agosto – Portaria nº 834-A/91

*Regulamenta o sistema de registo e controlo dos valores mobiliários escriturais, para o que devem as entidades emitentes e os intermediários financeiros manter as contas e subcontas de valores mobiliários escriturais na Central de Valores Mobiliários.*

- 17 de Outubro – Decreto-Lei nº 408/91

*Reformula o regime jurídico das obrigações de caixa, alargando a sua emissão às sociedades de locação financeira, às sociedades de factoring e às sociedades financeiras para aquisição a crédito, e não submetendo a emissão e a oferta pública de subscrição a qualquer autorização administrativa.*

- 25 de Outubro – Decreto-Lei nº 415/91

*Reformula o regime de constituição de fundos de pensões e do acesso e exercício da actividade de gestão dos mesmos. Estabelece a distinção entre fundos de pensões fechados – referem-se apenas a um associado ou a vários directamente ligados – e fundos de pensões abertos – permitem a adesão colectiva ou individual sem exigências de ligação entre os aderentes e o património é dividido em unidades de participação. A constituição dos fundos é dispensada de escritura pública exigindo-se apenas a publicação no Diário da República dos contratos constitutivos dos fundos fechados e dos regulamentos de gestão dos fundos abertos.*

- 26 de Outubro – Decreto-Lei nº 417/91

*Harmoniza as disposições estabelecidas no Código do Mercado de Valores Mobiliários relativas ao estatuto jurídico básico das actividades de intermediação em valores mobiliários com a regulamentação existente referente à constituição e financiamento dos fundos de investimento mobiliários e imobiliários, abertos e fechados, das sociedades gestoras de patrimónios e das sociedades corretoras e financeiras de corretagem.*

### 3.2 Mercado de obrigações

O ano de 1991 foi para as obrigações um período de forte crescimento quer no mercado primário quer no mercado secundário. As emissões brutas de obrigações aumentaram mais de 50 por cento em relação a 1990, totalizando 1798.7 milhões de contos, destinadas, na sua maioria à subscrição pública (85.4 por cento). No entanto, as emissões líquidas de amortizações reduziram-se em 7.4 por cento em relação a 1990, ascendendo a 706.7 milhões de contos (quadro VI.14).

Quadro VI.14

#### EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES<sup>(a)</sup>

Por sectores institucionais

Milhões de contos

	1989	1990	1991
Emissões brutas	761.5	1176.5	1798.7
Por subscrição pública	615.5	886.0	1534.8
Sector Público Administrativo	561.5	754.4	1395.0
Outras Instituições Monetárias	3.5	39.6	20.5
Instituições Financeiras não Monetárias	27.0	21.5	31.8
Empresas Públicas não Financeiras	20.0	68.0	30.5
Outras Empresas não Financeiras	3.5	2.5	9.5
Entidades não Residentes	0.0	0.0	47.5
Por subscrição particular	146.0	290.5	263.9
Sector Público Administrativo	16.5	80.0	105.5
Outras Instituições Monetárias	0.0	5.0	18.9
Instituições Financeiras não Monetárias	38.8	56.2	42.6
Empresas Públicas não Financeiras	9.6	32.3	17.0
Outras Empresas não Financeiras	59.1	69.5	27.9
Entidades não Residentes	22.0	47.5	52.0
Emissões líquidas	538.9	763.1	706.7
Sector Público Administrativo	382.5	470.3	470.5
Outras Instituições Monetárias	1.3	34.7	33.7
Instituições Financeiras não Monetárias	64.5	76.6	71.5
Empresas Públicas não Financeiras	13.5	85.3	36.6
Outras Empresas não Financeiras	55.1	48.7	-5.1
Entidades não Residentes	22.0	47.5	99.5

Fonte: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público (DGJCP), Boletins de Cotações das Bolsas de Valores, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei nº142-A/91, de 10 de Abril).

Nota:

(a) Não inclui Certificados de aforro, Bilhetes do Tesouro e Crédito por Leilão ao Investimento Público (CLIP).

Assistiu-se, em 1991, a um forte aumento das emissões de obrigações a taxa fixa, que atingiram 32.1 por cento do total das emissões contra 13.2 por cento em 1990 (quadro VI.15). Nas emissões a taxa variável foram utilizados como principais indexantes a taxa base anual de bilhetes do Tesouro e a taxa da Associação Portuguesa de Bancos para operações a 180 dias com, respectivamente 85.9 e 5.8 por cento do total emitido a taxa variável. Estes indexantes subiram no início do ano, revelando uma tendência decrescente durante o segundo semestre.

No mercado secundário, o valor das obrigações transaccionadas, em 1991, foi superior em 762.2 milhões de contos a 1990, devido ao aumento verificado nas transacções em bolsas de valores, uma vez que as transacções fora de bolsa reduziram-se em 352.8 milhões de contos (quadro VI.17). No final de 1991 estavam admitidos à cotação 427 empréstimos obrigacionistas (mais 56 do que em 1990). Este crescimento do mercado secundário de obrigações está reflectido, para a Bolsa de Valores de Lisboa, no aumento do rácio *turnover* para 25.51 (15.06 em 1990).

#### 3.2.1 Dívida Pública

As emissões brutas (subscrição pública e particular) de obrigações de dívida pública, em 1991, aumentaram 79.8 por cento em relação a 1990, ascendendo a 1500.5 milhões de contos, correspondentes a 83.4 por cento do total de obrigações (quadro VI.14). Este extraordinário crescimento esteve ligado à última fase da grande operação de eliminação da liquidez excedentária do sistema financeiro (que envolveu, em Março, a emissão dum montante de obrigações de 681.1 milhões de contos por subscrição pública) e foi facilitado pela acção dos OEVT a partir de Maio. Em termos líquidos, contudo, as emissões de obrigações de dívida pública situaram-se, em 1991, sensivelmente ao mesmo nível de 1990, ascendendo a 470.5 milhões de contos.

Quadro VI.15

**EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES**

Por tipo de taxa

Milhões de contos

	Dívida Pública		Diversos		Não residentes		Total	
	1990	1991	1990	1991	1990	1991	1990	1991
Taxa fixa .....	75.4	450.0	32.7	27.3	47.5	99.5	155.6	576.8
Taxa indexada .....	759.0	1050.5	261.9	171.4	-	-	1020.9	1221.9
Taxa base anual <sup>(a)</sup> .....	685.2	963.0	43.8	86.0	-	-	729.0	1049.0
Taxa APB 180 dias .....	0.3	0.5	105.3	70.2	-	-	105.6	70.7
Taxa dos depósitos a prazo <sup>(b)</sup> .....	73.0	45.0	-	-	-	-	73.0	45.0
Taxa de referência das obrigações .....	0.5	-	111.2	1.7	-	-	111.7	1.7
Outros .....	-	42.0	1.6	13.5	-	-	1.6	55.5
Total .....	834.4	1500.5	294.6	198.7	47.5	99.5	1176.5	1798.7

Notas:

(a) Taxa anual média efectiva das doze últimas colocações de Bilhetes do Tesouro, de qualquer prazo, ponderada pelos respectivos montantes.

(b) Média das taxas anuais nominais brutas praticadas nos depósitos de residentes, em moeda nacional, com prazo superior a 180 dias mas não a um ano, praticadas pelas instituições de crédito com maior saldo neste tipo de depósitos, ponderadas pelos respectivos saldos.

O calendário das emissões de obrigações de dívida pública foi relativamente regular ao longo do ano, a partir de Março, tendo-se, no entanto, procedido a reafecção dos montantes de emissão autorizados com aumento das emissões de obrigações do Tesouro de médio prazo.

Com efeito, no que respeita ao tipo de títulos da dívida pública emitidos em 1991, é de salientar o ganho de importância das emissões de obrigações do Tesouro de médio prazo, a taxa fixa (30 por cento das emissões brutas) (quadro VI.13). As taxas de colocação aceites pelos tomadores destas obrigações reduziram-se ao longo do ano, nos diversos prazos (quadro VI.16), reflectindo presumivelmente factores como, por um lado, um peso crescente das ordens de compra de não residentes na sequência das barreiras à aquisição de títulos de taxa indexada e, por outro, alguma expectativa de descida da taxa de inflação. Verificou-se também um forte crescimento das emissões dos empréstimos FIP, em paralelo com uma perda de importância das OCA (quadro VI.13). Os títulos FIP e OCA emitidos em 1991 foram indexados à taxa base anual de

bilhetes do Tesouro, com um *spread* de, respectivamente, 1.125 e 1.625 pontos percentuais. Os preços médios dos títulos FIP no mercado primário foram, ao longo do ano, sensivelmente superiores ao valor nominal. Para os tí-

Quadro VI.16

**OBRIGAÇÕES DO TESOURO MÉDIO PRAZO**

Taxa de juro média ponderada da procura satisfeita no mercado primário

	16 a 20 meses	22 a 26 meses	28 a 32 meses	33 a 39 meses	45 a 51 meses	57 a 63 meses
Março <sup>(a)</sup> .....	18.250	18.250	18.000	17.500	17.000	-
Abril .....	-	18.164	-	-	17.008	-
Maio .....	-	-	-	-	16.676	-
Junho .....	-	-	-	-	-	16.039
Julho .....	-	-	-	-	-	15.986
Agosto .....	-	-	-	-	-	16.028
Setembro .....	-	-	-	16.359	-	-
Outubro .....	-	-	-	14.758	-	-
Novembro .....	-	-	-	12.750	-	-
Dezembro .....	-	-	-	13.353	-	-

Nota:

(a) Protocolo de 7 de Dezembro de 1990.

Quadro VI.17

**POSIÇÃO E MOVIMENTO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES (a)**

	1989	1990	1991
<b>POSIÇÃO</b>			
Nº de empréstimos obrigacionistas			
cotados .....	286	371	427
Títulos definitivos .....	285	370	427
Cautelas .....	1	1	-
Quantidade de obrigações vivas			
cotadas (10 <sup>3</sup> unid.) .....	546830	731724	1061753
Títulos definitivos .....	523144	710342	1061753
Cautelas .....	23686	21382	-
Valor das obrigações vivas cotadas (10 <sup>3</sup> contos)	1149828	1546598	2781620
Títulos definitivos .....	912967	1332776	2781620
Cautelas .....	236861	213822	-
<b>MOVIMENTO</b>			
Quantidade de obrigações transaccionadas (10 <sup>3</sup> unid.)			
Em Bolsa .....	262896	669259	834089
Dívida pública <sup>(b)</sup> .....	54309	180388	429400
Diversos .....	16116	58626	165684
Cautelas .....	36221	108318	167690
Cautelas .....	1972	9401	16087
Transacções especiais - Dívida pública - Lisboa .....	-	4	46954
Mercado de listagem de dívida - Porto .....	-	4039	32985
Fora da Bolsa <sup>(c)</sup> .....	208587	488871	404689
Cotadas .....	100336	298485	202425
Não transaccionáveis .....	108251	190386	202264
Valor das obrigações transaccionadas (10 <sup>3</sup> contos)	619371	1726664	2488889
Em Bolsa .....	122858	345258	1460293
Dívida pública <sup>(b)</sup> .....	68415	143659	972316
Diversos .....	35061	106014	168302
Cautelas .....	19382	91193	164179
Transacções especiais - Dívida pública - Lisboa .....	-	352	102291
Mercado de listagem de dívida - Porto .....	-	4040	53205
Fora da Bolsa <sup>(c)</sup> .....	496513	1381406	1028596
Cotadas .....	237387	780068	513278
Não transaccionáveis .....	259126	601338	515318

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Notas:

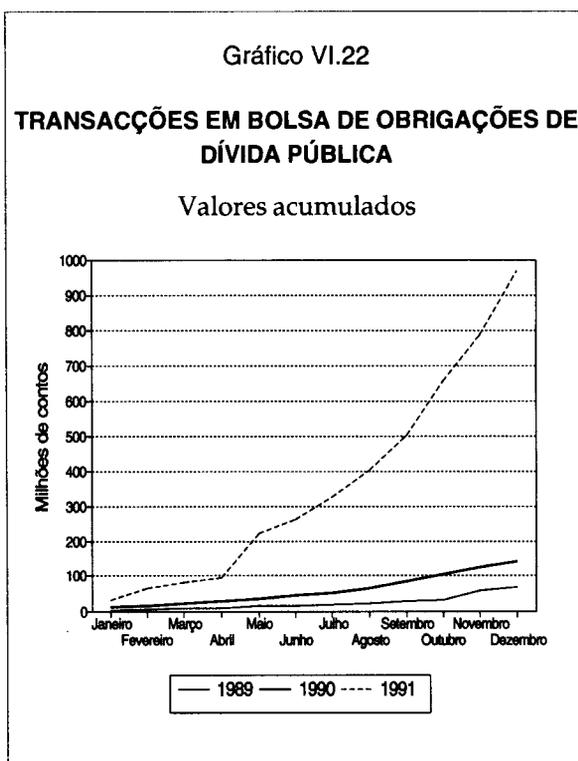
(a) Não inclui Fomento Ultramarino-Moçambique, Tesouro-Angola, Tesouro-Moçambique e Consolidados.

(b) Inclui Outros Fundos Públicos e Equiparados.

(c) A 23 de Julho de 1991 passou a Mercado de Balcão.

tulos Tesouro Familiar 1991, o indexante escolhido foi a taxa dos depósitos a prazo com um *spread* de 3.75 pontos percentuais.

No mercado secundário de obrigações de dívida pública, as transacções em bolsa aumentaram, em 1991, quase sete vezes em relação ao ano anterior, ascendendo a 972.3 milhões de contos e correspondendo a 66.6 por cento do total de transacções de obrigações em bolsa (41.6 por cento em 1990) (quadro VI.17 e gráfico VI.22). Os valores transaccionados de obrigações de dívida pública tiveram, nos primeiros meses do ano,



uma tendência decrescente. A partir de Maio, com o início da admissão à cotação dos títulos emitidos em 1991, os valores transaccionados passaram para níveis superiores aos até então verificados e apresentaram uma tendência crescente até ao final do ano (gráfico VI.23). De facto, as transacções de títulos emitidos em 1991 representaram mais de 50 por cento das transacções de títulos da dívida pública no ano, sugerindo que os OEVT terão desempenhado um papel importante na evolução do mercado secundário (gráfico VI.24).

A taxa de rentabilidade, no mercado secundário, para as obrigações de dívida pública de

Gráfico VI.23

**TRANSAÇÕES EM BOLSA DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA**

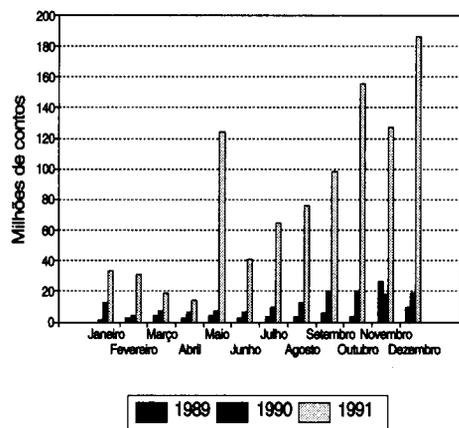
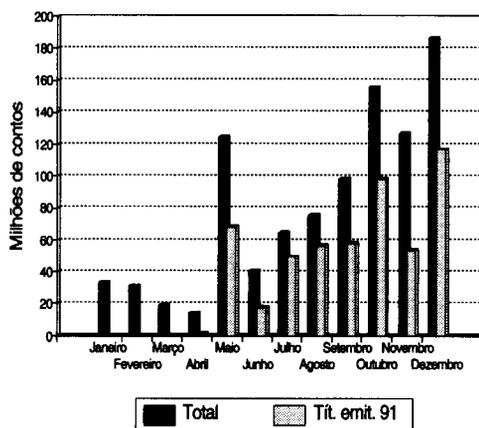


Gráfico VI.24

**TRANSAÇÕES EM BOLSA DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA**

Em 1991



Quadro VI.18

**MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES TAXAS DE RENTABILIDADE**

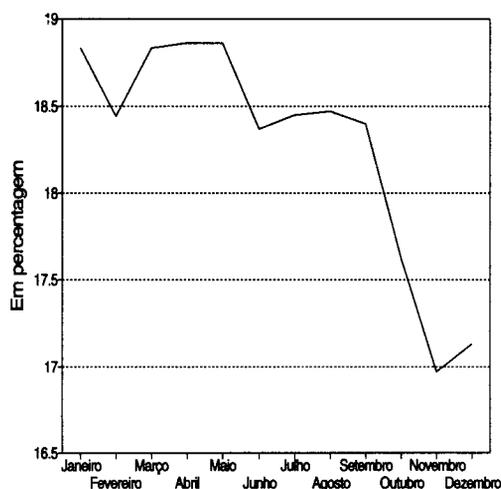
Obrigações de Dívida Pública

	Títulos de taxa indexada	Títulos de taxa fixa, por prazo residual			
		2 anos 22 a 26 meses	3 anos 33 a 39 meses	4 anos 45 a 51 meses	5 anos 57 a 63 meses
1991 .....	17.84	17.61	13.83	15.80	15.80
Janeiro .....	18.83	-	-	-	-
Fevereiro .....	18.44	-	-	-	-
Março .....	18.83	-	-	-	-
Abril .....	18.86	-	-	-	-
Maio .....	18.86	17.61	-	16.15	-
Junho .....	18.37	-	-	15.41	-
Julho .....	18.45	-	-	15.95	15.88
Agosto .....	18.47	-	-	-	15.89
Setembro .....	18.40	-	-	-	15.71
Outubro .....	17.62	-	14.72	-	-
Novembro .....	16.97	-	13.24	-	-
Dezembro .....	17.13	-	13.41	-	-

Gráfico VI.25

**MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES TAXA DE RENTABILIDADE**

Obrigações de dívida pública de taxa indexada



taxa indexada registou uma tendência decrescente ao longo de 1991, mais acentuada no último trimestre (quadro VI.18 e gráfico VI.25). Nas obrigações de taxa fixa registou-se também uma redução da taxa de rentabilidade ao longo do ano nos diversos prazos residuais considerados. A curva de rendimentos apresenta uma inclinação negativa, sugerindo expectativas de redução da inflação, mas a estreiteza do mercado (avaliada pela inexistência de transacções durante meses consecutivos em diversos prazos residuais), não permite aferir com segurança qual a evolução do respectivo declive ao longo do ano.

A título complementar refira-se por último, em ligação com o mercado de dívida pública, que se verificou, em 1991, um aumento de 6.2 por cento nas emissões líquidas de certificados de Aforro, as quais ascenderam a 185.6 milhões de contos (quadro VI.13). As altas taxas de juro e a elevada liquidez face a outros instrumentos justificaram o crescimento das aplicações dos investidores singulares em certificados de Aforro.

### 3.2.2 Outras obrigações

As emissões brutas (subscrição pública e particular) de obrigações do sector privado residente, financeiro e não financeiro (OIM, IFNM, EPNF e OENF) apresentaram, em 1991, uma queda de 32.6 por cento em relação a 1990, totalizando apenas 198.7 milhões de contos (quadro VI.14). Esta redução foi particularmente notória no caso das emissões brutas de obrigações pelas empresas não financeiras (menos 50.7 por cento do que em 1990), enquanto no conjunto das instituições financeiras monetárias e não monetárias a queda limitou-se a 7 por cento. As emissões líquidas de amortizações totalizaram 136.7 milhões de contos, denotando uma evolução semelhante às emissões brutas: queda global de 44.3 por cento, particularmente acentuada no caso das empresas não financeiras (menos 76.5 por cento contra menos 5.5 por cento nas instituições financeiras).

A evolução das emissões brutas de obrigações do sector privado residente foi diferenciada ao longo do ano. Nos primeiros meses de 1991 os montantes emitidos foram diminutos, por se tratar de um período em que algumas empresas estabelecem os seus planos de novos empréstimos; antes da entrada em vigor do Código do Mercado de Valores Mobiliários registou-se um aumento das emissões, devido à incerteza sobre as novas condições que iriam regular o funcionamento do mercado; após aquela alteração regulamentar, verificou-se uma redução das emissões associada à assimilação das novas regras do mercado pelos investidores; por fim, como reflexo de condições mais competitivas no mercado e da necessidade de algumas empresas ajustarem os seus balanços até ao final do ano, registou-se alguma concentração das emissões nos últimos meses de 1991.

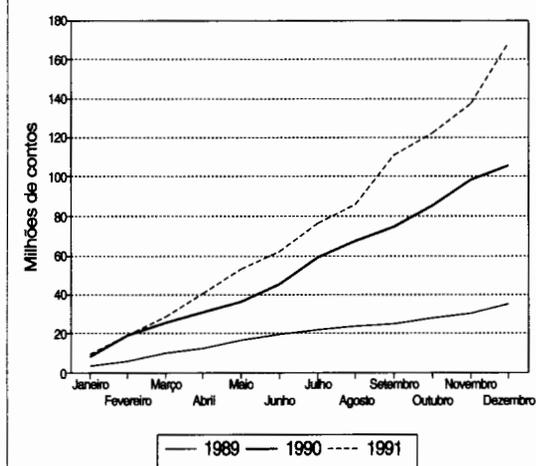
Por tipo de obrigações, a redução verificada em 1991 concentrou-se nas emissões líquidas de obrigações "clássicas" (menos 52.9 por cento do que no ano anterior), e também nas obrigações de caixa (cujas emissões líquidas foram de apenas 1.2 milhões de contos). Saliente-se, por outro lado, as primeiras emissões em Portugal de obrigações subordinadas, de obrigações hipotecárias e de obrigações participantes (quadro VI.13).

As emissões a taxa fixa assumiram, em 1991, maior relevância do que no ano anterior, à semelhança do que aconteceu com a dívida pública, representando 13.7 por cento do total (11.1 por cento em 1990) (quadro VI.15). As obrigações emitidas a taxa variável foram indexadas, na sua maioria, à taxa base anual de bilhetes do Tesouro (50 por cento) e à taxa de referência da Associação Portuguesa de Bancos para operações activas a 180 dias (41 por cento); é de referir, o peso irrisório (um por cento) que a taxa de referência das obrigações assumiu como indexante de empréstimos obrigacionistas em comparação com o ano anterior (42.5 por cento). As taxas de juro brutas para o primeiro cupão situaram-se entre 19 e 21.75 por cento para as empresas financeiras e

Gráfico VI.26

### TRANSACÇÕES EM BOLSA DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS

Valores acumulados



Quadro VI.19

### MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES TAXAS DE RENTABILIDADE Obrigações de empresas

	Títulos de taxa indexada	Títulos de taxa fixa, por prazo residual			
		2 anos 22 a 26 meses	3 anos 33 a 39 meses	4 anos 45 a 51 meses	5 anos 57 a 63 meses
1991 .....	19.48	-	19.35	-	-
Janeiro .....	19.63	-	-	-	-
Fevereiro ...	19.27	-	-	-	-
Março .....	19.15	-	-	-	-
Abril .....	19.31	-	-	-	-
Maió .....	19.38	-	-	-	-
Junho .....	18.83	-	19.09	-	-
Julho .....	18.55	-	-	-	-
Agosto .....	19.74	-	-	-	-
Setembro ...	20.36	-	19.45	-	-
Outubro ....	18.85	-	19.15	-	-
Novembro ..	19.42	-	-	-	-
Dezembro ..	19.11	-	-	-	-

entre 16 e 24 por cento para as empresas não financeiras.

Em contraste com a queda das emissões do sector privado residente, a colocação de empréstimos obrigacionistas por parte de entidades não residentes ascendeu, em 1991, a 99.5 milhões de contos, mais do dobro do ano anterior (quadro VI.13). Desse total, 47.5 milhões de contos, no último trimestre, foram destinados a subscrição pública. Todas estas emissões foram realizadas a taxa fixa, com tendência decrescente ao longo do ano.

O mercado secundário de obrigações do sector privado residente apresentou, em 1991, um crescimento de 58.8 por cento no valor transaccionado em bolsa em relação a 1990, totalizando 168.3 milhões de contos (quadro VI.17 e gráfico VI.26). No entanto, o peso destas transacções no total das transacções de obrigações reduziu-se, em 1991, para 11.5 por cento (30.7 por cento em 1990), devido ao extraordinário crescimento das transacções dos títulos da dívida pública.

A taxa de rentabilidade, no mercado secundário, das obrigações de empresas de taxa indexada registou, em média anual, 19.48 por cento, tendo oscilado em quase um ponto percentual em relação a este valor (quadro VI.19). Nas obrigações de taxa fixa, é de assinalar a grande estreiteza do mercado secundário não permitindo extrair conclusões significativas sobre a evolução da sua rentabilidade.

### 3.3 Mercado de acções

O valor nominal dos aumentos de capital, em 1991, foi de 351.2 milhões de contos, ou seja menos 20.6 por cento do que em 1990 (quadro VI.20). À semelhança dos últimos anos, verificou-se uma preferência das empresas pelo recurso à subscrição particular (69.6 por cento do total dos aumentos de capital). De salientar, também, o forte crescimento no valor das operações relacionadas com a constituição de novas sociedades anónimas.

Quadro VI.20

**CONSTITUIÇÃO, DISSOLUÇÃO E AUMENTOS DE CAPITAL DE SOCIEDADES ANÓNIMAS**

Milhões de escudos

	1989	1990	1991 <sup>P</sup>
1. Constituição .....	68346	68033	137246
2. Dissolução .....	503	1732	952
3. Diferença (1-2) .....	67843	66301	136294
4. Aumentos de capital .....	304316	442321	351164
4.1 Por incorporação de reservas .	134012	124820	72146
4.2 Por subscrição particular ....	144629	247251	244352
4.2.1 Entidades públicas .....	9183	9943	15865
4.2.2 Entidades privadas .....	135446	237308	228487
4.3 Por subscrição pública .....	25675	70250	34666

Fonte: INE, "Boletim Mensal de Estatística" e Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto, Boletins de Cotações.

Nota: Em 1991, os valores referentes à constituição e dissolução de sociedades anónimas referem-se ao período Janeiro/Setembro.

As emissões totais de acções sofreram, em 1991, uma redução de 20.5 por cento em relação ao ano anterior, totalizando 308 milhões de contos. Esta redução foi especialmente importante nas emissões das OIM (menos 71.4 por cento) e das empresas não financeiras (menos 6.4 por cento) (quadro VI.21). Por outro lado, a redução foi mais notória nas emissões destinadas à subscrição pública que totalizaram 63.6 milhões de contos ao preço de emissão (34.7 milhões de contos ao valor nominal) enquanto em 1990 haviam totalizado 140.2 milhões de contos. As emissões para subscrição particular apresentaram uma quebra menor e foram, na sua maioria (57.1 por cento), efectuadas pelas instituições financeiras não monetárias.

O mercado secundário accionista, em 1991, foi caracterizado por um fraco dinamismo, com um ligeiro aumento do valor das transacções (gráfico VI.27) e uma descida das cotações. Verificou-se também alteração da estrutura das transacções, com as operações em bolsa a passarem de 61 para 72 por cento do total em detrimento das operações fora de bolsa (quadro VI.23). As sessões especiais rea-

Quadro VI.21

**EMIÇÃO DE ACÇÕES**

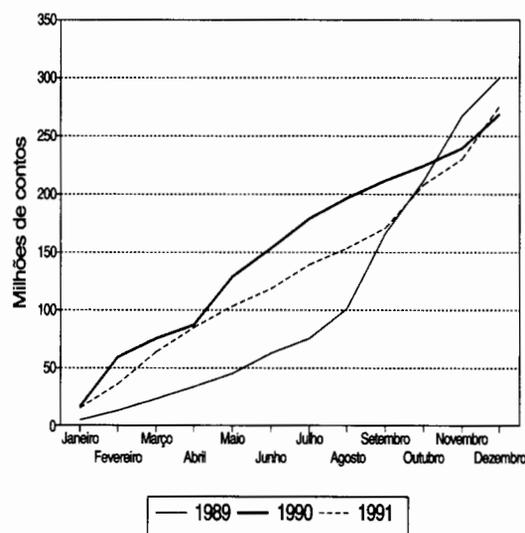
Milhões de contos

	1989	1990	1991
Por subscrição pública .....	68.4	140.2	63.6
Outras Instituições Monetárias .....	25.6	88.1	16.2
Instituições Financeiras não Monetárias ...	25.4	17.4	18.7
Empresas Públicas não Financeiras .....	3.0	6.8	1.3
Outras Empresas não Financeiras .....	14.4	27.9	27.4
Por subscrição particular .....	144.6	247.3	244.4
Outras Instituições Monetárias .....	10.2	44.4	21.7
Instituições Financeiras não Monetárias ...	56.2	118.2	139.6
Empresas Públicas não Financeiras .....	5.4	11.2	13.6
Outras Empresas não Financeiras .....	72.8	73.5	69.5
Total .....	213.0	387.5	308.0

Fonte: Boletins de Cotações das Bolsas de Valores, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril).

Gráfico VI.27

**TRANSACÇÕES EM BOLSA DE ACÇÕES**  
Valores acumulados



Quadro VI.22

**POSIÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE  
ACÇÕES**

	1989	1990	1991
Número de sociedades com acções cotadas			
Na Bolsa de Lisboa	181	181	180
Mercado oficial <sup>(a)(b)</sup>	152	152	153
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	29	29	27
Na Bolsa do Porto	156	158	186
Mercado oficial <sup>(a)(b)</sup>	129	132	153
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	27	26	33
Quantidade de acções cotadas (10 <sup>3</sup> unid.)			
Na Bolsa de Lisboa	362609	501486	405013
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	344164	476019	374995
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	18445	25467	30018
Na Bolsa do Porto	325129	472347	425509
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	308114	449712	374995
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	17015	22635	50514
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	-	175405
Valor das acções cotadas (10 <sup>3</sup> contos)			
Na Bolsa de Lisboa	1605586	1275964	949589
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	1559442	1214453	899604
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	46144	61511	49985
Na Bolsa do Porto	1360714	1182403	962134
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	1326947	1134312	891988
Mercado não oficial <sup>(c)</sup>	33767	48091	70146
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	-	371485

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Notas:

- (a) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado de Cotações Oficiais.  
 (b) Em 1991, inclui 11 sociedades cotadas em sistema de negociação de âmbito nacional.  
 (c) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado com Cotações não Oficiais. A 22 de Outubro de 1991, passou a Mercado sem Cotações.

lizadas no âmbito do processo de privatizações movimentaram 94.9 milhões de contos. No sistema de negociação de âmbito nacional – que começou a funcionar em Setembro com as acções de três sociedades e no final do ano incluía onze – foram transaccionados 7.7 milhões de contos correspondentes a cerca de quatro milhões de acções.

As cotações de acções tiveram, no primeiro trimestre de 1991, uma ligeira recuperação –

Quadro VI.23

**MOVIMENTO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE  
ACÇÕES**

	1989	1990	1991
Quantidade de acções transaccionadas (10 <sup>3</sup> unid.)			
Em Bolsa	95741	121917	209298
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	63829	73670	90887
Mercado não oficial <sup>(b)</sup>	1480	2866	4592
Cautelas	19	-	-
Transacções especiais - Lisboa	-	62	53811
Mercado de listagem - Porto	-	6346	11942
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	-	4054
Sessões especiais	30413	38973	44012
Fora de Bolsa <sup>(c)</sup>	57345	98794	106314
Cotadas <sup>(d)</sup>	18687	35785	21098
Não transaccionáveis	38658	63009	85216
Valor das acções transaccionadas (10 <sup>3</sup> contos)			
Em Bolsa	398175	451602	553253
Mercado oficial <sup>(a)</sup>	297068	260183	236431
Mercado não oficial <sup>(b)</sup>	3294	7891	30762
Cautelas	22	-	-
Transacções especiais - Lisboa	-	176	115999
Mercado de listagem - Porto	-	14306	26253
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	-	7662
Sessões especiais	97791	169046	136146
Fora de Bolsa <sup>(c)</sup>	147211	288281	218345
Cotadas <sup>(d)</sup>	62274	168183	69376
Não transaccionáveis	84937	120098	148969

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Notas:

- (a) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado de Cotações Oficiais.  
 (b) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado com Cotações não Oficiais. A 22 de Outubro de 1991, passou a Mercado sem Cotações.  
 (c) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado de Balcão.  
 (d) Inclui cautelas e acções transaccionáveis no mercado não oficial.

acompanhando a evolução que se estava a verificar nas principais bolsas internacionais – como reflexo da resolução do conflito do Golfo. Após este período, retomou-se a tendência descendente das cotações que perdurou ao longo de todo o ano. O índice de cotações calculado no Banco de Portugal atingiu, em termos médios, 46.75 em Dezembro de 1991, contra 66.39 em Março (valor máximo do ano). Ao longo do ano este índice decres-

Gráfico VI.28

### ÍNDICE DE COTAÇÕES - ACÇÕES

Base: 05/Jan/88=100



ceu 18.7 por cento e, em média anual, sobre o ano anterior, reduziu-se 30.1 por cento (gráfico VI.28). Esta queda das cotações, em termos sectoriais, tomando como referência o índice de cotações da Bolsa de Valores de Lisboa, foi particularmente sensível na indústria do papel, artes gráficas e publicações, na indústria química e nas operações sobre imóveis e serviços prestados.

De acordo com o estabelecido pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários, as bolsas de valores procederam à análise dos valores mobiliários admitidos ao mercado de cotações oficiais e, com base em critérios que tinham em conta a situação económica e financeira das sociedades emitentes e o comportamento

dos valores mobiliários ao longo de 1991, decidiram excluir do mercado de cotações oficiais, no início de 1992, os valores de 55 sociedades, passando estes valores a ser transaccionados no segundo mercado ou no mercado sem cotações<sup>(13)</sup>.

### 3.4 Outros instrumentos

O mercado primário de títulos de participação foi caracterizado, em 1991, por uma estagnação, não se verificando qualquer emissão destes títulos. Apenas se procedeu, no segundo semestre, à amortização de 1.7 milhões de contos dos títulos de participação. No entanto, o mercado secundário registou maior movimento do que em 1990, tendo-se transaccionado mais 9.8 milhões de contos (quadro VI.24). As transacções fora de bolsa aumentaram o seu peso no total (38.3 por cento em 1991 e 24.5 por cento em 1990).

Finalmente, um elemento muito importante do desenvolvimento do mercado de capitais, já referido atrás, consistiu no forte crescimento das unidades de participação em fundos de investimento, cujo saldo terá aumentado em aproximadamente 400 milhões de contos, o que se estima que possa representar cerca de um sexto da variação das aplicações do sector residente não financeiro no ano. Contudo, o mercado secundário de unidades de participação em fundos de investimento continuou a ter muito pequena dimensão, tendo-se transaccionado apenas 4.3 milhões de contos (menos cerca de um milhão de contos do que em 1990), maioritariamente em bolsa (quadro VI.25).

(13) Aviso nº 12/91 de 13 de Janeiro de 1992 da Bolsa de Valores de Lisboa.

Quadro VI.24

**POSIÇÃO E MOVIMENTO NO MERCADO  
SECUNDÁRIO DE TÍTULOS DE PARTICIPAÇÃO**

	1989	1990	1991
<b>POSIÇÃO</b>			
Número de empréstimos cotados .....	16	17	20
Quantidade de títulos cotados (10 <sup>3</sup> unid.) .	68450	75950	75902
Valor dos títulos cotados (10 <sup>3</sup> contos) .....	68450	75950	75902
<b>MOVIMENTO</b>			
Quantidade de títulos transaccionados			
(10 <sup>3</sup> unid.) .....	14377	19735	27883
Em Bolsa .....	7662	13180	14186
Títulos definitivos .....	7661	13180	14186
Cautelas .....	1	-	-
Fora de Bolsa <sup>(a)</sup> .....	6715	6555	13697
Cotados .....	5939	4559	5245
Não transaccionáveis .....	776	1996	8452
Valor das unidades transaccionadas			
(10 <sup>3</sup> contos) .....	19208	31192	41032
Em Bolsa .....	10975	23558	25329
Títulos definitivos .....	10974	23558	25329
Cautelas .....	1	-	-
Fora de Bolsa <sup>(a)</sup> .....	8233	7634	15703
Cotados .....	7446	5631	7023
Não transaccionáveis .....	787	2003	8680

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Nota:

(a) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado de Balcão.

Quadro VI.25

**POSIÇÃO E MOVIMENTO NO MERCADO  
SECUNDÁRIO DE UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO**

	1989	1990	1991
<b>POSIÇÃO</b>			
Número de fundos cotados .....	1	2	4
Quantidade de unidades cotadas			
(10 <sup>3</sup> unid.) .....	1250	5250	9250
Valor das unidades cotadas			
(10 <sup>3</sup> contos) .....	11875	15875	19875
<b>MOVIMENTO</b>			
Quantidade de unidades			
transaccionadas (10 <sup>3</sup> unid.) .....	1696	1145	1987
Em Bolsa .....	59	283	518
Fora de Bolsa <sup>(a)</sup> .....	1637	862	1469
Cotados .....	29	227	1325
Não transaccionáveis .....	1608	635	144
Valor das unidades transaccionadas			
(10 <sup>3</sup> contos) .....	4217	5350	4316
Em Bolsa .....	657	2197	2625
Fora de Bolsa <sup>(a)</sup> .....	3560	3153	1691
Cotados .....	287	2131	1366
Não transaccionáveis .....	3273	1022	325

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Nota:

(a) A 23 de Julho de 1991, passou a Mercado de Balcão.

## O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÕES

– Os desenvolvimentos de 1991 –

Em 1991, o Estado prosseguiu o processo de privatizações com a alienação integral das suas participações no capital social de uma empresa (Diário de Notícias), a fase final da alienação de outra (Aliança Seguradora), e alienações parciais em outras três empresas (Companhia de Seguros Bonança, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa e Banco Fonsecas e Burnay).

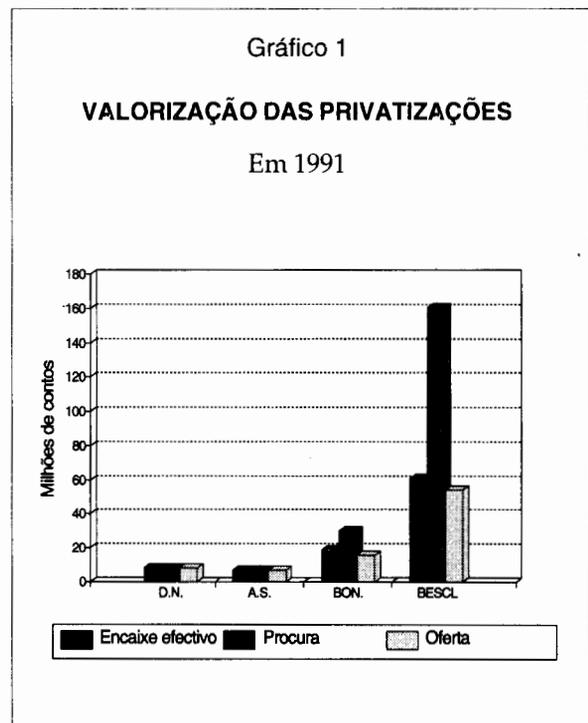
As privatizações realizadas em 1991 permitiram ao Tesouro receitas no valor de 108.6 milhões de contos, o qual ficou muito aquém dos 250 milhões de contos orçamentados. Esta disparidade de resultados é justificada pela não realização da totalidade das privatizações previstas.

O encaixe efectivo total das operações de privatização ascendeu, em 1991, a 131 milhões de contos, dos quais 94.9 milhões de contos respeitam a operações em sessões especiais de bolsa e 36.1 milhões de contos respeitam à alienação por concurso público do Banco Fonsecas e Burnay. Esta operação – a primeira realizada em Portugal por este processo – correspondeu à primeira fase de privatização (80 por cento do capital social), composta por alienação de acções e aumento de capital da sociedade. Os termos e condições deste concurso constavam de um caderno de encargos. A segunda fase de privatização, referente à parte restante do capital social, será destinada aos trabalhadores e pequenos subscritores.

As operações de privatização realizadas em sessões especiais de bolsa registaram um encaixe efectivo superior em 12.2 por cento ao encaixe mínimo

resultante das avaliações. Todas as operações verificaram uma procura superior à oferta, sendo, no entanto, de destacar a alienação parcial do capital social do Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa (40 por cento) e da Companhia de Seguros Bonança (60 por cento).

O montante das receitas das privatizações destinado pelo Tesouro – através do Fundo de Regularização da Dívida Pública – à amortização de dívida pública interna atingiu 86.9 milhões de contos, equivalente a 1.7 por cento do saldo da dívida pública interna directa no final de 1990. Em articulação com o controlo da expansão da liquidez foi criada, junto do Banco de Portugal, uma conta de



Quadro 1

## ALIAÇÕES DE CAPITAL DE EMPRESAS PÚBLICAS NO ÂMBITO DO PROCESSO DE PRIVATIZAÇÕES

	Total realizado em 1989	Total realizado em 1990	Operações realizadas em 1991 <sup>(b)</sup>						Total realizado em Bolsa e Burnay <sup>(c)</sup>	Total
			Diário de Notícias	Aliança Seguradora	Companhia de Seguros Bonança	Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa				
Porcentagem do capital social ...	-	-	100	51	60	40	-	80	-	
Valorização (milhões de escudos)										
Encaixe efectivo total .....	70836	138893	8415	6792	18836	60866	94908	36080	130988	
• a preço fixo .....	11281	56561	4	114	4957	12683	17758	-	-	
• em leilão competitivo .....	59554	69314	8411	6678	13879	48183	77150	-	-	
• por tomada firme .....	-	13018	-	-	-	-	-	-	-	
Procura .....	303460	205711	8421	7063	30551	160450	206485	-	-	
Oferta <sup>(a)</sup> .....	42645	135679	8325	6592	15325	54400	84642	-	-	
Preços (em escudos)										
Médio global .....	-	-	4208	4434	5232	3804	-	-	-	
Médio em leilão competitivo ..	-	-	4208	4439	5783	4015	-	-	-	

Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa.

Notas:

(a) Oferta=Encaixe mínimo (oferta aos preços fixo ou base).

(b) Não inclui as operações relativas à Portline e à Sociedade Financeira Portuguesa uma vez que as acções foram alienadas pelo Banco Pinto e Sotto Mayor e não pelo Estado.

(c) Alienação por concurso público.

depósito especial em nome daquele Fundo onde são depositadas as receitas das privatizações até à sua aplicação. Essa conta é remunerada a uma taxa, líquida de impostos, igual à dos empréstimos públicos que, segundo um critério de eficiência financeira, seriam objecto de amortização antecipada.

A Lei Quadro das Privatizações apresenta entre os seus objectivos essenciais a possibilidade dos trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes disporem duma ampla participação no capital social das empresas. Em 1991, a adesão destes cidadãos à privatização das empresas atingiu 18.7 por cento

nas operações realizadas em sessões de bolsa. No sentido de permitir que os trabalhadores detentores das acções tenham um voto concertado nas assembleias gerais, foi aprovada a possibilidade de constituição, por estes trabalhadores, de fundos de investimento mobiliário<sup>(1)</sup> destinados à reunião das acções emitidas por tais empresas, adquiridas ou subscritas no processo de privatização ou posteriormente a este.

(1) Decreto-Lei nº 234/91, de 27 de Junho.

## **ANEXO ESTATÍSTICO**

### **NOTA**

O presente Relatório, ao contrário do que vinha sendo habitual, não apresenta um anexo estatístico.

Esta alteração enquadra-se num esforço de reorganização das publicações do Banco de Portugal, em que se procura proceder a uma actualização e melhoria da informação prestada, introduzindo novos elementos que se revelam úteis, eliminando outros que se tornaram desnecessários, e evitando redundâncias e sobrecargas desnecessárias.

Neste contexto, a razão principal da supressão do anexo estatístico no presente Relatório situa-se no facto de a grande maioria da informação que figurava habitualmente nesse anexo ser divulgada, de forma regular e anterior à divulgação do próprio Relatório, no Boletim Trimestral do Banco de Portugal ou, em alguns casos, na Síntese Mensal da Conjuntura. Esta última publicação foi, aliás, objecto de recente revisão no âmbito do processo acima referido, visando aperfeiçoar a adequação do seu conteúdo informativo aos propósitos da análise conjuntural. O Boletim Trimestral será também objecto de revisão, num futuro próximo, que tornará mais claras as suas características de veículo de difusão da informação estatística mais detalhada, designadamente aquela cuja produção regular é da responsabilidade do próprio Banco de Portugal. Com essa revisão iniciar-se-á também a divulgação, nesse Boletim, de alguma informação relevante que vinha sendo difundida exclusivamente no anexo estatístico do Relatório.

**Montagem, impressão e acabamento  
nas oficinas gráficas de Madeira & Madeira, Lda.  
Rua 16 de Abril, 6 - 2000 Santarém  
em Junho de 1992**

## ERRATA

Pág. 96

2º parágrafo, *onde se lê* "A convergência dos países ... (ver gráfico 3)" *deve ler-se* "A convergência dos países ... (ver gráfico 1)".  
 3º parágrafo, *onde se lê* "... abrandamento intra-anual ... (...gráficos 1 e 2)" *deve ler-se* "... abrandamento intra-anual (... gráficos 2 e 3)".

Pág. 110

Quadro III.1, *acrescentar*, Fonte: INE, 1988. Banco de Portugal, 1989-1991.

Pág. 112

Quadro III.2, *acrescentar*, Fonte: INE, 1988. Banco de Portugal, 1989-1991.

Pág. 117

Quadro III.3, *acrescentar*, Fonte: INE, 1988. Banco de Portugal, 1989-1991.

Pág. 125

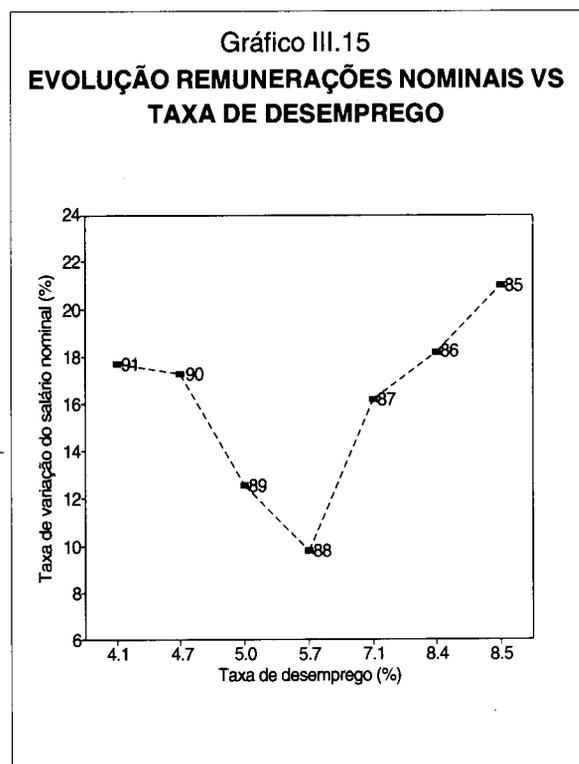
Quadro III.5, *onde se lê*, "Fonte: INE, 1986-1988. ...", *deve ler-se*, "Fonte: INE, 1987-1988. ..."

Pág. 128

1º parágrafo, *onde se lê*, "... bens de investimento, de 1.2 e 2.5 ...", *deve ler-se*, "... bens de investimento, de 1.2 e 2.4 ..."

Pág. 129

Gráfico III.15 (versão corrigida)



Pág. 137

Gráficos III.19 e III.20 (versão corrigida)



Pág. 138

Quadro III.20, *acrescentar*, Fonte: INE, 1988. Banco de Portugal 1989-1991.

Pág. 143

Quadro III.25, *onde se lê*, "Fonte: INE, 1987...1983.", *deve ler-se*, "Fonte: INE."

Quadro III.26, *onde se lê*, "Fonte: INE, 1985...1983.", *deve ler-se*, "Fonte: INE."

Pág. 221

2º parágrafo, *onde se lê* "... taxa fixa (30 por cento das emissões brutas) (quadro VI.13)." *deve ler-se*, "...taxa fixa (30 por cento das emissões brutas" (quadro VI.15)."

**BANCO DE PORTUGAL**

Departamento de Estatística e Estudos Económicos  
Rua Febo Moniz, nº 4, 6º andar  
1100 Lisboa

Departamento de Contabilidade  
Rua Febo Moniz, nº 4, 3º andar  
1100 Lisboa

Distribuição:  
Gabinete de Informação e Documentação  
Rua Febo Moniz, nº 4, 2º andar  
1100 Lisboa

Depósito Legal nº 4514/84  
ISSN 0870-0095

Execução gráfica de  
Madeira & Madeira, Lda.  
Rua 16 de Abril, 6 r/c e c/v - Tels. 2 01 96 - 2 03 28 - 2 08 03  
Fax 2 07 37 - Alto do Bexiga - S. Pedro - 2000 SANTARÉM

