BANCO DE PORTUGAL

RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

GERÊNCIA DE 1992

LISBOA
1993

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 SANTA RÉM

ERRATA

Pág. 102

Gráfico II.20, *onde se lê* ...suspensão da GDP do MTC, *deve ler-se* ... suspensão da GBP do MTC.

Pág. 118

1.ª coluna, linha 10, *onde se lê* ... (quadro III.2) *deve ler-se* ...(quadro III.1).

Pág. 123

2.ª coluna, linha 4, *onde se lê* ...anterior (gráfico III.5)., *deve ler-se* ...anterior.

Pág. 174

1.ª coluna, 3.º parágrafo, *onde se lê* ...883 milhões de dólares em 1991) o investimento ...(74.7) por cento em 1991)., *deve ler-se* ... 883 milhões de dólares em 1991). O investimento ...(74.7 por cento em 1991).

BANCO DE PORTUGAL

RELATÓRIO
DO CONSELHO
DE ADMINISTRAÇÃO

GERÊNCIA
DE
1992

*

LISBOA
1993

ÍNDICE

I PARTE

RELATÓRIO E CONTAS

I — ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE FISCALIZAÇÃO 7

II — RESPONSÁVEIS POR DEPARTAMENTOS, E UNIDADES ADMINISTRATIVAS E EQUIPARADAS, DELEGAÇÕES REGIONAIS E NO ESTRANGEIRO E AGÊNCIAS 8

III — ACTIVIDADE NO DESEMPENHO DAS FUNÇÕES DE BANCO CENTRAL 11

1. ACÇÕES NO ÂMBITO DA POLÍTICA MONETÁRIA, FINANCEIRA E CAMBIAL 11
   1.1 Acções no âmbito da política monetária 11
   1.2 Informação estatística, estudos e análises 12
   1.3 Mercado Monetário Interbancário 12
   1.4 Mercado de Bilhetes do Tesouro 13
   1.5 Intervenção no Mercado Interbancário de Títulos 14
   1.6 Obrigações do Tesouro a Médio Prazo - Taxa Fixa 15
   1.7 Acções no âmbito da política cambial 16
      1.7.1 Regulamentação e actividade do Mercado de Câmbios 16
      1.7.2 Gestão das reservas cambiais 16

2. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ACTIVAS 17
   2.1 Desconto e Redesconto 17
   2.2 Empréstimos em conta corrente e empréstimos caucionados 17

3. OUTRAS INTERVENÇÕES EM MATÉRIA DE CRÉDITO 17
   3.1 Gestão da linha de crédito do Banco Mundial 17
   3.2 Gestão das linhas de crédito do Banco Europeu de Investimento 17
   3.3 Bonificações para operações de crédito especiais 18

4. GESTÃO DE FUNDOS AUTÓNOMOS 18
   4.1 Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (em liquidação) 18
   4.2 Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo 18
   4.3 Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado 18

5. CIRCULAÇÃO FIDUCIÁRIA 18
   5.1 Notas em circulação 18
   5.2 Moeda metálica 19
   5.3 Moeda emitida e limite legal de emissão 19
6. SERVIÇO DO TESOURO PÚBLICO 21

7. ACTIVIDADES DIRIGIDAS AO SISTEMA BANCÁRIO 21
7.1 Supervisão das unidades do sistema 21
7.1.1 Universo das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal 21
7.1.2 Acompanhamento permanente das instituições 23
7.1.3 Acções de inspecção junto das instituições 23
7.1.4 Infracções e instrução de processos 24
7.1.5 Enquadramento jurídico da actividade das instituições e da supervisão 24
7.2 Compensação interbancária 25
7.3 Centralização de riscos de crédito 25
7.4 Centralização de apontes e protestos 26
7.5 Centralização de balanços 26

8. RELAÇÕES COM ORGANISMOS INTERNACIONAIS E OUTROS BANCOS CENTRAIS 26
8.1 Fundo Monetário Internacional 26
8.2 Banco de Pagamentos Internacionais 27
8.3 Comunidade Económica Europeia 27
8.4 OCDE 28
8.5 UNCTAD 29
8.6 Grupo Banco Mundial 29
8.7 Banco Interamericano de Desenvolvimento 29
8.8 Banco Africano de Desenvolvimento/Fundo Africano de Desenvolvimento 29
8.9 Cooperação com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa 29
8.10 Relações Financeiras com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa 30

IV - ORGANIZAÇÃO E GESTÃO INTERNAS 31

1. PLANEAMENTO DA ACTIVIDADE DO BANCO 31

2. REESTRUTURAÇÃO GERAL DO BANCO 31

3. PESSOAL 31
3.1 Política de Pessoal 31
3.2 Efectivos 32
3.2.1 Efectivos por Funções Profissionais 32
3.2.2 Nível Etário e Antiguidade 32
3.2.3 Formação escolar 32
3.3 Movimentação de Pessoal 33
3.4 Acção Social e Condições de Trabalho 33
3.4.1 Pensões de Reforma e Sobrevivência 33
3.4.1.1 Número de Pensionistas 33
3.4.1.2 Encargos com Pensões 33
3.4.2 Saúde e Medicina do Trabalho 34
3.4.3 Benefícios 34
3.4.3.1 Crédito à Habitação 34
3.4.3.2 Empréstimos de carácter social com juros 34
3.4.3.3 Fundo Social 34
3.4.3.4 Assistência na Doença 35
3.5 Formação Profissional 35

4. ORGANIZAÇÃO E INFORMÁTICA 35

5. ACTIVIDADE DE CONTENCIOSO E DE CONSULTA JURÍDICA 36

6. INSTALAÇÕES 36

7. VIGILÂNCIA E SEGURANÇA 36

8. AUDITORIA INTERNA 36

9. REVISTA INTERNA DO BANCO 37

10. RELAÇÕES COM OS ÓRGÃOS DE INFORMAÇÃO 37

V — BALANÇO E CONTAS 39

1. BALANÇO 39
1.1 Balanço e notas explicativas 39
1.2 Análise do Balanço 48

2. RESULTADOS 52
2.1 Demonstração de resultados do exercício 52
2.2 Análise da demonstração de resultados do exercício 54

3. PROPOSTA DE COBERTURA DO RESULTADO 57

VI — RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA 59

I - ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE FISCALIZAÇÃO

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

GOVERNADOR

*Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza**

VICE-GOVERNADORES

António Carlos Feio Palmeiro Ribeiro
António Mendo Castel-Branco Borges

ADMINISTRADORES

José de Matos Torres
António José de Castro Bagão Félix
*Abel Moreira Mateus**
*José António Cardoso Veloso**
*Bernardino Manuel da Costa Pereira***

*

CONSELHO DE AUDITORIA

Carlos Fernando Olavo Corrêa de Azevedo — PRESIDENTE**
*Rui José da Conceição Nunes***
José Maria Pires

---

* *Iniciou funções em 4 de Maio de 1992*
** *Iniciou funções em 4 de Março de 1993*

II - RESPONSÁVEIS POR DEPARTAMENTOS E UNIDADES ADMINISTRATIVAS EQUIPARADAS, DELEGAÇÕES REGIONAIS E NO ESTRANGEIRO E AGÊNCIAS

Gabinete do Governador (DGG)	- *José Agostinho M. de Matos*
Secretariado dos Conselhos (DSC)	- *António dos Santos Labisa*
Departamento de Auditoria (DAU)	- *Fernando da Cunha Loureiro*
Departamento de Balança de Pagamentos e Financiamento Externo (DBF) e Departamento de Estrangeiro (DES)	- *Vasco Manuel da Silva Pereira*
Departamento de Contabilidade e Controlo Orçamental (DCT)	- *Vítor Manuel Antunes*
Departamento de Emissão, Tesouraria e Delegações (DED)	- *Mário Jorge da Costa Santiago*
Departamento de Estatística e Estudos Económicos (DEE)	- *António M.T. Sampaio e Mello*
Departamento de Operações de Crédito e Mercados (DOC)	- *Silvino Tomé Paiva Lopes*
Departamento de Organização e Informação (DOI)	- *Paulino A.M. Magalhães Corrêa*
Departamento de Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos (DRH)	- *Manuel Pimentel Castelhano*
Departamento de Serviços de Apoio (DSA)	- *Henrique Moller Miranda*
Departamento de Serviços Jurídicos (DJU)	- *Armando da Silva Couto*
Departamento de Supervisão Bancária (DSB)	- *Ludovico L.Morgado Cândido*
Departamento da Filial (DFI)	- *Cosme Lucílio Nogueira Pontes*

DELEGAÇÕES REGIONAIS

Delegação Regional dos Açores (Ponta Delgada)	- *José Alexandre Tildes Gomes*
Delegação Regional da Madeira (Funchal)	- *Leonel Mário Pestana França*

AGÊNCIAS DISTRITAIS

Angra do Heroísmo	- *Egberto T.Bettencourt Mendes*
Aveiro	- *João Henrique Pinho Santos*
Braga	- *Paulo César Gomes Melo*
Bragança	- *João Reis Cariano*
Castelo Branco	- *Gaspar João Ramos Peças*
Coimbra	- *Henrique Dias Silva*
Évora	- *Américo Pascoal Araújo*
Faro	- *José Manuel Cosido Candeias*
Guarda	- *José Ramos*
Leiria	- *Ambrósio Jorge Santos*
Santarém	- *Carlos Alberto Nave*
Setúbal	- *António Santos Fernandes*
Vila Real	- *Carlos Pereira Mendes*
Viseu	- *Abel Pereira Correia*

DELEGAÇÕES NO ESTRANGEIRO

Angola (Luanda)	- *Manuel Couchinho Baptista*

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

A condução da política monetária e cambial em 1992 continuou orientada para o objectivo prioritário de estabilização nominal da economia portuguesa, com vista à criação de condições para um desenvolvimento económico sólido e sustentado. A política desinflacionista processou-se num contexto de fortes restrições à expansão da actividade económica, dada a manutenção de praticamente pleno-emprego no mercado de trabalho o que contribuiu para um crescimento excessivo dos custos salariais. No decurso do ano, e com maior intensidade nos seus meses finais, o marcado arrefecimento da conjuntura económica europeia veio constituir uma condicionante adicional sobre a economia portuguesa, particularmente no sector exportador. Neste contexto, e face à ocorrência de um conjunto de perturbações nos mercados cambiais internacionais, a execução da política tornou-se particularmente complexa, requerendo uma grande flexibilidade na actuação das autoridades monetárias, no sentido de proporcionar a resposta adequada às variadas perturbações de curto prazo sem perder de vista aquela firme orientação de médio prazo.

Até meados de Agosto de 1992, a existência de restrições às entradas de capitais permitiu a manutenção de alguma margem de autonomia na condução da política monetária interna, a par da prossecução de objectivos cambiais. Assim, a política monetária interna foi conduzida neste período tendo como referência a prossecução duma trajectória de abrandamento regular da liquidez da economia em direcção a uma meta de crescimento de 12 por cento em Dezembro de 1992. Apesar das barreiras à entrada de capitais, o diferencial da taxa de juro contribuiu para importantes entradas de capitais e consequente acumulação de reservas, o que dificultou o cumprimento do programa monetário nos dois primeiros quadrimestres. Em simultâneo, no domínio cambial, prosseguiu a orientação de não acomodação do diferencial de inflação entre Portugal e um grupo de economias com elevado grau de estabilidade de preços, impondo deste modo à economia nacional uma disciplina nominal semelhante à daqueles países. Esta opção foi formalizada, a partir de Abril, pela adesão do escudo ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME), que consolidou a orientação não acomodatícia da política cambial e sinalizou inequivocamente o compromisso de estabilização nominal da economia portuguesa.

Em meados de Agosto, o Banco de Portugal, tendo em conta as orientações do Governo e as disposições da Directiva Comunitária sobre liberalização dos movimentos de capitais, anunciou a liberalização integral dos movimentos de capitais com o exterior, a por em prática até final do ano, através dum desmantelamento faseado das restrições existentes. Essa medida veio alterar profundamente a configuração da política monetária em Portugal, reduzindo a margem de autonomia da política monetária interna ao espaço proporcionado pela banda de flutuação do escudo no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu. Neste contexto, a prossecução duma política baseada em orientações quantitativas para a liquidez da economia deixou de ser viável, ficando a política de taxas de juro inteiramente afecta à manutenção da moeda nacional dentro dos limites de flutuação definidos. Neste quadro, a postura anti-inflacionista das políticas monetária e cambial — que ficam virtualmente unificadas — passou a assentar praticamente em exclusivo na disciplina imposta, a prazo, pela ligação a um conjunto de moedas de economias com elevada estabilidade nominal. No curto prazo, o processo desinflacionista passou a requerer um contributo mais importante da política orçamental.

A irrupção da crise cambial do Sistema Monetário Europeu em Setembro, pondo fim a cinco anos de virtual estabilidade da grelha de paridades no Mecanismo de Taxas de Câmbio, e os subsequentes surtos de instabilidade cambial afectaram também marcadamente a condução da política monetária e cambial em Portugal nos últimos meses de 1992. As autoridades monetárias portuguesas reagiram a estes eventos reafirmando o seu empenho na estabilidade da taxa de câmbio do escudo, como meio para prosseguir o processo de estabilização nominal da economia no quadro do programa de convergência aprovado.

Assim, o Banco de Portugal recorreu em Setembro a um conjunto articulado de instrumentos em defesa da moeda nacional: utilização da margem de manobra proporcionada pela banda de flutuação do escudo no MTC do SME para acomodação dos choques durante a crise; utilização dos controles ainda em

vigor à saída de capitais, sem, todavia, proceder a qualquer alteração do âmbito destes controles; intervenção no mercado cambial em defesa da moeda nacional; e, finalmente, no que constituiu a medida de maior impacto, suspensão das intervenções de carácter regular no mercado monetário, substituindo-as por leilões pontuais de liquidez, não esterilizando totalmente o impacto das intervenções cambiais sobre a base monetária e permitindo, assim, uma subida das taxas de juro no curto prazo. Esta actuação foi claramente bem sucedida e, com o progressivo regresso à normalidade, o Banco retomou pouco tempo depois as operações regulares de absorção de liquidez.

Em Novembro, perante novo surto de instabilidade nos mercados cambiais, as autoridades portuguesas decidiram acompanhar as autoridades espanholas, que solicitaram um realinhamento de paridades no seio do Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu. Deste modo, as paridades centrais da peseta e do escudo foram reajustadas em 6%.

O realinhamento do escudo não visou alterar a opção genérica pela política de estabilidade cambial que vinha sendo prosseguida, uma vez que se mantinham válidos os argumentos que justificavam esta opção, mas apenas ganhar alguma margem de manobra, designadamente para fazer face a ajustamentos nas paridades de outras divisas ou a desenvolvimentos inesperados. Neste contexto, após o realinhamento e no decurso da parte final do ano, o Banco de Portugal actuou, com sucesso, no sentido de manter a taxa de câmbio do escudo em torno dos níveis relativamente estáveis que ela vinha registando.

Face à posterior acalmia dos mercados, o Banco de Portugal decidiu antecipar, para 16 de Dezembro, a completa liberalização dos movimentos de capitais com o exterior, o que se processou sem qualquer perturbação.

1.2 Informação estatística, estudos e análises

O Banco de Portugal prosseguiu, em 1992, a sua actividade de compilação e difusão de estatísticas monetárias, financeiras e de operações com o exterior. No domínio das estatísticas monetárias e financeiras procurou-se sobretudo, no decurso do ano, consolidar os aperfeiçoamentos introduzidos anteriormente, designadamente no âmbito da adopção de métodos indirectos de controle monetário, e proceder a algumas operações de racionalização do sistema existente. No domínio das estatísticas de operações com o exterior, por seu lado, a actividade mais relevante desenvolvida ao longo do ano foi a preparação de um novo sistema de recolha da informação, cujo lançamento se efectuou no início de 1993. Espera-se que o novo sistema represente um progresso notável face ao anterior, permitindo obter estatísticas de melhor qualidade ao mesmo tempo que, pela eliminação de redundâncias e pela racionalização introduzida, se visou a redução dos custos de reporte. Refira-se, ainda, que o Banco participou nos trabalhos do Conselho Superior de Estatística e de várias das suas secções permanentes.

Também no domínio das publicações do Banco se verificaram melhoramentos assinaláveis em 1992. Assim, procedeu-se neste ano a uma dinamização do Boletim Trimestral, designadamente no que respeita aos textos apresentados, quer na área da política económica, quer na área dos artigos de divulgação de estudos efectuados, aproveitando-se a ocasião para melhorar a apresentação gráfica. De igual modo, foi relançada a série de documentos de trabalho (*working papers*), destinada principalmente à comunidade académica nacional e internacional, tendo-se publicado um grande número de estudos de elevada qualidade. De assinalar ainda o início da publicação mensal, a partir de meados do ano, de análises de síntese da conjuntura internacional, dada a enorme importância de que se reveste a situação da envolvente externa para a evolução da economia portuguesa.

1.3 Mercado Monetário Interbancário

O aprofundamento do controlo monetário indirecto, a adesão ao MTC do SME com mais estreita ligação entre as taxas de juro e a manutenção do escudo dentro dos limites do Mecanismo de Taxas de Câmbio, e o anúncio de um calendário de liberalização completa dos movimentos de capitais com o exterior tiveram particular incidência nos mercados monetários.

O montante global das operações realizadas no Mercado Monetário Interbancário (MMI) ascendeu, no ano de 1992, a 23 953,9 mil milhões de escudos. O montante médio diário do mercado foi de 95 433 milhões de escudos, correspondentes a uma média de 110 operações.

A concentração de operações no muito curto prazo continuou a caracterizar este mercado de regulação da liquidez interbancária, com o segmento "até 7 dias" a abarcar cerca de 85% das operações e 89% do montante transaccionado no MMI. Por outro lado, a taxa de crescimento do montante envolvido em operações de "overnight" — 48% — foi substancialmente superior à taxa global do mercado; um outro

indicador, o prazo médio global — 6,6 dias —, retrata igualmente a pouca profundidade temporal do mercado monetário doméstico que ainda tem.

As taxas de juro no MMI apresentaram, ao longo do ano, um comportamento oscilatório: as taxas médias ponderadas mensais variaram entre um mínimo de 15,3775% em Agosto (anúncio da progressiva liberalização de movimentos de capitais com o exterior) e um máximo de 25,4746% em Setembro (instabilidade cambial no seio do MTC do SME); em termos diários, os valores de 12,7251% em 10 de Fevereiro e de 71,5132% em 18 de Setembro constituiram, respectivamente, os limites inferior e superior.

Em relação às taxas do "overnight", os extremos revelaram entre si uma maior amplitude, tendo-se contratado uma operação à taxa de 181% no dia 18 de Setembro e outra a 5,375% perto do final do ano (23 de Dezembro).

A instabilidade do mês de Setembro, para além dos reflexos já referidos sobre as taxas médias de juro, teve ainda fortes implicações sobre a volatilidade diária das taxas "overnight", que se apresentou particularmente elevada entre os dias 17 e 25 de Setembro (sempre acima dos 20%, chegando mesmo a atingir os 54,1% em 21 de Setembro). Este indicador apresentou igualmente valores elevados nos dias que se seguiram à alteração da taxa central do escudo (22 de Novembro).

Comparando a taxa média global do ano de 1992 com a de 1991, verifica-se uma ligeira subida de 17,4343% para 17,6663%. Esta tendência não reflecte o comportamento do mercado ao longo do ano, uma vez que encontra a sua principal explicação nas anormalmente elevadas taxas do mês de Setembro; de facto, se não considerarmos este mês para o cálculo da taxa média anual de 1992, obtemos um valor — 16,825% — inferior ao do ano transacto.

Aliás, as taxas médias dos prazos mais amplos, menos dependentes de variações conjunturais de liquidez no muito curto prazo, registaram descidas assinaláveis, acompanhando a redução observada ao longo do ano na taxa de inflação: por exemplo, em relação às operações na vizinhança dos 90 dias, verifica-se um decréscimo de 17,3845% para 15,676% entre os primeiro e segundo semestres. No entanto, o pouco peso dos prazos onde as descidas foram mais sentidas impede que as mesmas se repercutam devidamente em termos de taxas médias globais.

1.4 Mercado de Bilhetes do Tesouro

O mercado primário de bilhetes do Tesouro (BT) evidenciou durante o ano de 1992 dois períodos distintos quanto à evolução das taxas de juro.

Até ao mês de Agosto registaram-se trajectórias tendencialmente descendentes, caindo as taxas médias mensais, desde Janeiro, 2,1 p.p. para os 91 dias, 2,4 p.p. para os 182 dias e 2,6 p.p. nos 364 dias. Na sequência do anúncio, a 13 de Agosto, do calendário de liberalização completa dos movimentos de capitais, e após uma suspensão das emissões durante cerca de duas semanas, as taxas de colocação sofreram imediatas descidas de cerca de 3 p.p. em todos os prazos em relação às emissões imediatamente anteriores. As perturbações ocorridas em Setembro no MTC do SME e a instabilidade generalizada nos mercados, determinando a subida acentuada das taxas do MMI, influenciaram os leilões de BT que se realizaram após o dia 21 de Setembro, invertendo a tendência decrescente das taxas, que subiram entre 2 p.p. nos 91 dias e 1,5 p.p. nos prazos mais longos.

As taxas médias ponderadas anuais dos BT foram de 15,9% para 91 dias, 16,3% para 182 dias e 16,4% para 364 dias. Em termos da média ponderada das taxas anuais equivalentes, a curva de rendimento do instrumento BT apresenta-se parcialmente invertida, reflectindo expectativas de descida da taxa de inflação, que manteve uma tendência descendente desde Maio. A taxa base anual, indexante formado a partir da taxa média ponderada das 12 últimas colocações convertida numa taxa semestral proporcional, seguiu o padrão de comportamento observado nas taxas médias das sucessivas emissões.

A partir do anúncio de liberalização dos movimentos de capitais, os BT deixaram de constituir instrumento de intervenção do Banco de Portugal para absorção de liquidez. Assim, o montante de BT em circulação, que em Agosto ultrapassou os 1 820 mil milhões de escudos (1 543,8 mil milhões de escudos em 1 de Janeiro), baixou para 1 193,4 mil milhões de escudos em 31 de Dezembro de 1992, repartindo-se este saldo por 92,7 mil milhões de escudos a 91 dias, 366,2 mil milhões de escudos a 182 dias e 734,5 mil milhões de escudos a 364 dias.

O prazo médio dos BT diminuiu por força das reduções observadas nos saldos afectos aos prazos mais longos, associadas aos fortes vencimentos ocorridos ao longo do ano e superiores aos montantes colocados. Os leilões de BT a 182 e 364 dias realizados nos 3 primeiros trimestres despertaram sempre maior interesse junto das instituições de crédito, com a procura a exceder largamente os montantes anunciados, tendo sido colocados 682,2 e 702,3 mil milhões de escudos respectivamente — contra 267,8 mil milhões de escudos no prazo de 91 dias. De Novembro a meados de Dezembro, o mercado primário de BT caracterizou-se pela não efectivação de algumas das colocações anunciadas (105 mil milhões de escudos

para os 91 dias, 75 mil milhões de escudos para os 182 dias e 55 mil milhões de escudos para o prazo mais longo) devido ao desajustamento entre as taxas da procura e as taxas consideradas aceitáveis pelo Tesouro. Neste período as emissões totalizaram 65 mil milhões de escudos (15 e 50 mil milhões de escudos para os prazos de 91 e 182 dias, nada tendo sido colocado a 1 ano). Na segunda quinzena de Dezembro foram retomadas as colocações de BT, ainda que por montantes inferiores aos da oferta, dado o aumento das taxas propostas pelas IC.

No mercado secundário de BT, o segmento correspondente a transacções entre instituições (excluindo as operações do Banco), com 450,9 mil milhões de escudos, acusou um decréscimo de 108,1 mil milhões de escudos face ao ano anterior, o que representa uma queda de 19,3%.

Em 1992 o Banco de Portugal não tomou firme BT nos leilões realizados.

1.5 Intervenção no Mercado Interbancário de Títulos

O Banco de Portugal reduziu, ao longo do ano, o diferencial entre as taxas de cedência e absorção regular de fundos. Este processo foi conduzido de forma gradual, tendo as várias decisões de redução dessas taxas regulares tido em conta a avaliação da situação conjuntural, em particular dos progressos em matéria de inflação e a situação do mercado cambial.

No final de Março, o valor do diferencial entre as duas taxas de intervenção regular atingiu 3,3125 p.p. (4,375 p.p. no final de 1991).

No dia 6 de Abril, na sequência da adesão do Escudo ao MTC do SME, o Banco de Portugal desceu a taxa de cedência regular em 1 p.p. e a taxa de absorção regular em 0,25 p.p..

A inversão de tendência na evolução da taxa de inflação observada, verificada para os meses de Março, Abril e Maio, esteve na base da manutenção dos valores das duas taxas entre 6 de Abril e 6 de Julho. Uma nova descida das taxas de intervenção do Banco de Portugal viria a ocorrer com a divulgação da evolução favorável da inflação no mês de Junho.

Em 12 de Agosto, o Banco de Portugal, antecipando o anúncio, no dia seguinte, das fases do processo de liberalização dos movimentos de capitais, reduziu o diferencial entre as duas taxas para o valor mínimo de 2 p.p.. A inviabilidade da prossecução, em presença de liberdade de movimentos de capitais e de um regime de câmbios quase fixos, duma política monetária com base em objectivos quantitativos esteve na base da adopção de uma política de taxa de juro consonante com os limites cambiais do Sistema Monetário Europeu.

Em 19 de Agosto, as taxas de cedência e de absorção regular sofreram a última alteração do ano, atingindo os valores de 16% e de 14%, respectivamente.

No mês de Setembro, o Mercado Monetário doméstico reflectiu o impacto do ambiente de incerteza no MTC do SME e das medidas adoptadas pela autoridade monetária em defesa da paridade do escudo, nomeadamente, a suspensão, em 21 de Setembro, das taxas de intervenção regular. A partir desta data e até o final do ano, as operações de cedência de liquidez realizaram-se, com uma única excepção, a taxas determinadas em leilão.

Em 12 de Outubro, o Banco de Portugal voltou a anunciar a taxa de absorção regular, sem proceder a qualquer alteração no seu valor.

No ano de 1992, o volume de transacções no Mercado Interbancário de Títulos no sentido da absorção de fundos atingiu 7 076,0 mil milhões de escudos, valor que representa uma redução de 19,7% em relação ao registado no ano de 1991. O sentido da evolução está associado a um crescimento pronunciado do prazo médio das operações de absorção, de 7 dias em 1991 para 21 dias em 1992.

Ao longo do ano, colocaram-se 5 242,6 mil milhões de escudos de Títulos de Regularização Monetária (TRM) e 1 833,4 mil milhões de escudos de Títulos de Intervenção Monetária (TIM), respectivamente 74,1% e 25,9% do volume total de transacções no MIT no sentido da absorção. O crescimento, face a 1991, do peso dos TIM no volume das operações de absorção determinou uma redução do peso das operações regulares no volume total da absorção, de 46,9% em 1991, para 18,4% em 1992.

No conjunto de prazos possíveis para as emissões de TIM — 4,13 e 26 semanas — teve peso determinante na estrutura do volume de transacções deste instrumento o prazo mais curto: 70,5%. O segmento de 26 semanas funcionou, até Agosto, como destinatário da liquidez de maturidade superior, tendo representado 27% do volume total das emissões de TIM durante o ano de 1992. A partir de Outubro, na sequência dos reflexos da instabilidade sentida durante o mês de Setembro nos mercados externos das divisas integradas no Sistema Monetário Europeu, o Banco de Portugal activou o prazo de 13 semanas.

O volume de transacções no MIT no sentido da cedência de fundos atingiu em 1992 um total de 1 735,3 mil milhões de escudos, valor que representa uma subida de 0,2% em relação ao registado em 1991. As operações regulares envolveram apenas 29,3%

daquele valor, tendo as operações ocasionais sido responsáveis por 70,2% do volume total das transacções no sentido da cedência. Os remanescentes 0,5% dizem respeito a operações de última hora, a taxa agravada.

O saldo médio diário das operações vincendas de mercado atingiu, em 1992, 408,4 mil milhões de escudos. As operações por vencer de absorção e de cedência de liquidez registaram um valor médio diário de, respectivamente, 435,7 e 27,3 mil milhões de escudos. Até o final de Agosto, a posição do escudo no MTC do SME e as taxas de juro internas fomentou um processo de criação de base monetária por reforço do valor das Reservas Cambiais que se reflectiu numa tendência crescente do Saldo das Operações de Mercado. No início de Setembro, a especulação contra a moeda nacional determinou uma inversão do sentido das intervenções do Banco de Portugal no mercado cambial. Como resultado, assistiu-se, até o final do ano, a um processo de redução da oferta de reservas, atenuado pela desaceleração do ritmo de colocações de BT, traduzida na evolução decrescente do saldo da conta aplicação de BT. A procura de reservas manteve tendência crescente. Em consequência, o saldo das operações de mercado apresentou, no último trimestre do ano, uma evolução decrescente.

O saldo, transitado do ano anterior, dos Depósitos a Prazo das OIM no Banco de Portugal apresentou uma evolução descendente, tendo-se anulado no mês de Dezembro.

A taxa média ponderada das transacções de absorção de liquidez realizadas ao longo do ano no MIT foi de 14,54%, para um prazo médio de 21 dias, contra 13,21% em 1991, para um prazo médio de 7 dias.

A taxa média ponderada das operações com TRM atingiu 13,98%, contra 12,65% em 1991. Esta subida está associada à utilização, a partir de Fevereiro, do nível das taxas de absorção regular como âncora para o nível das taxas de absorção ocasional, visando a redução da sua volatilidade.

A taxa média ponderada das colocações de TIM, instrumento cuja taxa de juro continuou a ser determinada em leilão, foi de 16,15%, constatando-se uma descida face ao valor registado em 1991: 17,90%. De salientar o facto de, paralelamente, se ter observado um crescimento do prazo médio das operações de 36 dias em 1991 para 71 dias em 1992. Ao longo do ano, a taxa média ponderada das colocações de TIM apresentou uma tendência globalmente decrescente, interrompida em Maio por uma certa indefinição das expectativas de evolução da inflação e em Outubro pela instabilidade vivida no período que antecedeu o realinhamento do escudo.

A taxa média ponderada das operações de cedência de liquidez situou-se em 24,38% para um prazo médio de 5 dias. No ano de 1991, a mesma taxa tinha registado o valor de 21,91%. Esta subida resultou do elevado nível das taxas formadas nos leilões realizados no mês de Setembro. A taxa média ponderada das operações de cedência de liquidez ao longo dos restantes 11 meses de 1992 situou-se em 19,90%.

1.6 Obrigações do Tesouro a Médio Prazo — — Taxa Fixa

No ano de 1992, efectuaram-se onze emissões de Obrigações do Tesouro a Médio Prazo, taxa fixa, das quais nove fungíveis, denominadas "O.T. — Janeiro 1992/95". Em Dezembro, foram emitidas duas novas séries, uma a 3 anos e outra a 5 anos.

O mercado primário das Obrigações do Tesouro registou durante 1992 um volume de colocações inferior ao do ano anterior, tendo sido colocados 139,43 mil milhões de escudos, o que excede em cerca de 15 mil milhões de escudos o valor reembolsado ao longo do ano.

No 1.º trimestre de 1992 colocaram-se 57,07 mil milhões de escudos, 35,37 m.m. no segundo, 21,26 m.m. no terceiro, e no 4º trimestre foram colocados 25,73 mil milhões de escudos, dos quais 8,32 m.m. no âmbito da nova emissão a 3 anos e 12,75 m.m. na emissão a 5 anos.

As taxas médias ponderadas de colocação das emissões fungíveis com a "O.T. — Janeiro 1992/95" foram de 13,469% no 1.º trimestre, tendo assumido os valores de, respectivamente, 12,774%, 13,143% e 13,493% nos restantes trimestres. As taxas médias ponderadas das novas emissões a 3 e 5 anos foram de, respectivamente, 13,480% e 13,051%.

A participação dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (O.E.V.T.) nas emissões efectuadas no corrente ano foi irregular.

Estes apenas tomaram 25 mil milhões de escudos nas sessões suplementares, ficando por absorver cerca de 11,84 mil milhões de escudos do adicional a que podiam concorrer.

O montante de OT-MP cotadas em bolsa no final do ano de 1992 era de 328,61 mil milhões de escudos.

Por proposta do Banco de Portugal, foi publicado o Decreto-Lei n.º 11/92, de 4 de Fevereiro, que veio permitir a emissão de O.T.s a longo prazo.

1.7 Acções no âmbito da política cambial

1.7.1 Regulamentação e actividade do Mercado de Câmbios

Em 6 de Abril o escudo foi integrado no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu, passando a disciplina daquele mecanismo a funcionar como âncora da política de desinflação. Aquela integração processou-se com uma taxa central de 178,735 escudos por ECU e uma margem de flutuação de ±6%, em torno das taxas centrais bilaterais das restantes moedas do mecanismo, estabelecidas a partir da taxa de referência do ECU.

A política de gestão unilateral de uma banda de flutuação do escudo, relativamente a um cabaz que compreende as cinco moedas do SME mais relevantes para o comércio externo português e que vinha sendo prosseguida desde Outubro de 1990, continuou, pois, a ser aplicada durante o primeiro trimestre do ano. Esta política, que visava o mesmo objectivo de âncora nominal, funcionou como antecâmara daquela adesão e permitiu uma fácil transição para o novo regime.

Quer no trimestre que precedeu a adesão, quer no que se lhe seguiu, o escudo foi confrontado com uma significativa e persistente tendência de apreciação que o Banco de Portugal contrariou, comprando reservas cambiais. Em Julho e parte de Agosto, a necessidade de aquisição de reservas cambiais prosseguiu, já não apenas como resultado de uma apreciação geral do escudo, mas porque o contínuo enfraquecimento da moeda mais fraca do MTC — a libra inglesa — forçou a aproximação do escudo ao limite superior de flutuação face àquela moeda.

Atingido pela turbulência que afectou o MTC a partir de Setembro, o escudo foi alvo de pressões especulativas que foram combatidas, seja com venda de reservas cambiais, seja com aumento de taxas de juro de muito curto prazo, seja ainda com a utilização dos controlos às saídas de capitais que ainda se encontravam em existência naquela data. Não obstante ter enfrentado com sucesso as várias ondas de pressão especulativa de que foi alvo, o escudo acabou por acompanhar a segunda desvalorização da peseta, solicitada pelas autoridades espanholas. Assim, no realinhamento que teve lugar em 23 de Novembro, manteve a taxa central face à moeda do país vizinho, estabelecida desde o realinhamento de 17 de Setembro, e desvalorizou em 6% as suas paridades face às restantes moedas que se mantiveram no mecanismo. A taxa central de referência passou, após este realinhamento, a ser de 182,194 escudos por ECU.

O realinhamento de Novembro não alterou a preocupação de estabilidade cambial que norteia a política monetário-cambial, pelo que, apesar da alteração das paridades, o escudo não excedeu as margens de flutuação originais, estabelecidas em 6 de Abril, relativamente às moedas que não desvalorizaram.

A eliminação dos controlos de capitais foi gradual em 1992. O depósito compulsório incidente sobre o contravalor em escudos de empréstimos financeiros do exterior foi sendo sucessivamente reduzido: para 30%, em 30 Março, 27,5%, em 3 de Julho, e 25%, em 20 de Julho. Em 5 de Agosto, foi liberalizada a aquisição, por residentes, de valores mobiliários estrangeiros (com restrição para os expressos em escudos) e a concessão, por residentes, de empréstimos e créditos financeiros, mantendo-se embora a necessidade de autorização prévia, pelo Banco de Portugal, para as aplicações em escudos, por prazos inferiores a um ano.

Em meados de Agosto, de acordo com as orientações definidas pelo Governo, foi anunciado o calendário da liberalização definitiva dos movimentos de capitais com o exterior, a cumprir até final do ano. De acordo com este calendário, em 1 de Setembro foi abolido o referido depósito compulsório e liberalizado o acesso ao financiamento externo por residentes, mantendo-se apenas a necessidade de autorização prévia, pelo Banco de Portugal, para os créditos e empréstimos financeiros de prazo igual ou inferior a um ano. Esta restrição deixou de vigorar a partir de 26 de Novembro. Em 31 de Outubro, foi abolida a restrição que impedia os não residentes de adquirir títulos de dívida com taxa indexada. Finalmente, em 16 de Dezembro e em antecipação do que fora anunciado para o final do ano, foram abolidas todas as demais restrições à livre circulação de capitais.

1.7.2 Gestão das reservas cambiais

A evolução do stock de reservas em divisas em 1992 não foi homogénea. Na primeira parte do ano registou-se um importante aumento (6.5 mil milhões de dólares), associado a intervenções no mercado cambial destinadas a evitar uma excessiva apreciação do escudo. A partir de Setembro, pelo contrário, a instabilidade que atingiu o MTC do SME, que afectou também o escudo, contribuiu para a sua redução num montante semelhante àquele (7.5 mil milhões de dólares). Em resultado desta evolução, no final do ano o nível de reservas era ligeiramente inferior (-5.6%) ao do final de 1991.

A gestão destas reservas continuou a prosseguir objectivos idênticos aos enunciados nos anos anteriores, como sejam a obtenção de uma adequada rentabilidade, ao mesmo tempo que se asseguram, quer a necessária segurança, quer a sua disponibilidade para a eficaz condução da política cambial e regularização do mercado de câmbios. Este último princípio foi eficazmente testado na turbulência cambial do Outono, com as consequentes necessidades de significativas e inesperadas intervenções no mercado cambial.

No que respeita à reserva denominada em ouro, continuou a fazer-se a aplicação de uma pequena parcela, procurando a sua rentabilização. Com os fundos provenientes da recuperação do crédito que o Banco de Portugal detinha sobre a Drexel Burnham Lambert Trading Corporation e com a antecipação dos que espera receber a curto prazo, foram adquiridas, durante 1992, 7,5 toneladas de ouro. Desta forma, o stock de ouro que o Banco detinha aplicado naquela firma, quando ela suspendeu os seus pagamentos, encontra-se totalmente reposto.

2. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ACTIVAS

2.1 Desconto e Redesconto

O volume de operações de desconto apresentou em 1992 um acréscimo significativo, de 12 501 para 17 735 milhões de escudos, enquanto que o do redesconto decresce de 43 para 6 milhões de escudos.

O montante global das operações de redesconto realizadas decresceu, enquanto o das operações de desconto apresenta um acréscimo, significativo, mas resultante de algumas operações de prazo mais curto, pelo que o saldo de todas as operações no final do ano se reduz em cerca de 20%.

2.2 Empréstimos em conta corrente e empréstimos caucionados

Tal como no ano anterior, continua reduzida a utilização de recursos através destas modalidades de acesso ao crédito.

No final de 1992 apresentavam o saldo de 1 625 milhões de escudos, contra 2 050 milhões de escudos no ano anterior, o que corresponde a um decréscimo de 12,6%.

3. OUTRAS INTERVENÇÕES EM MATÉRIA DE CRÉDITO

3.1. Gestão da linha de crédito do Banco Mundial 2263 PO

O empréstimo 2263 PO foi concedido pelo Banco Mundial à República Portuguesa para financiamento do investimento em pequenas e médias empresas industriais, tendo sido cometida ao Banco de Portugal a respectiva gestão. Uma vez que o seu montante se encontra utilizado desde 1989, no decurso de 1992 apenas foi assegurado o respectivo serviço da dívida. Em 31 de Dezembro de 1992 o montante por amortizar pelas instituições de crédito era de 58,6 milhões de escudos.

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

Uma vez que todos os empréstimos globais concedidos pelo BEI à República Portuguesa cuja gestão foi confiada ao Banco de Portugal foram utilizados até final de 1991, em 1992 apenas foram desenvolvidas as actividades decorrentes da satisfação dos serviços da dívida, quer das Instituições Intermediárias junto do Banco de Portugal quer do Estado junto do BEI. No final do ano, o montante por reembolsar era de 9 985,8 milhões de escudos, com a seguinte distribuição pelas diferentes linhas de crédito:

PG A	545,0
PG B	425,9
PG II	1 531,8
PG III	3 481,2
PG IV	4 001,9

Dado que o ritmo dos reembolsos das operações de crédito contratadas pelas Instituições Intermediárias é significativamente mais rápido que o dos reembolsos do Estado ao BEI, ficam disponíveis fundos que, parcialmente, têm sido reemprestados nas condições estabelecidas para o último empréstimo contratado, PG IV. O montante dos reempréstimos por amortizar era, em 31 de Dezembro de 1992, de 495,6 milhões de escudos.

3.3 Bonificações para operações de crédito especiais

As bonificações concedidas no ano de 1992 inserem-se no apoio prestado pelo Banco como incentivo a actividades consideradas preferenciais: investimento no sector primário (14% do total) e habitação (86% do total).

O total das bonificações apresenta um valor ligeiramente superior ao do ano anterior. No entanto, as bonificações concedidas ao investimento decrescem, como vem sucedendo desde 1988, em consequência da adopção de outras formas de apoio.

(Milhões de escudos)

Ano	Investimento	Habitação	Outros Créditos	TOTAL
1991	1 126	4 356	0	5 482
1992	774	4 731	0	5 505

4. GESTÃO DE FUNDOS AUTÓNOMOS

4.1 Fundo de Garantia de Riscos Cambiais (em liquidação)

Durante o ano de 1992 completaram-se as tarefas de regularização das operações do Fundo de Garantia de Riscos Cambiais, vencidas à data da sua extinção. Em consequência, foi apresentado o Balanço de Liquidação definitivo e foram liquidados os débitos cuja conciliação apenas terminou em 1992.

Mantendo somente a gestão dos contratos que continuavam em vigor à data da extinção, ou dos que envolvem operações com que se havia comprometido antes daquela data, a actividade do extinto Fundo conheceu sensível e progressiva diminuição no ano em apreço, tendo ainda activos, no final do ano, 716 processos.

A regularização dos fluxos financeiros vencidos em 1992, e decorrentes dos processos vivos após a extinção, representou um encargo líquido para o Orçamento do Estado de Esc. 7 165 181 707$70.

4.2 Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo

Foi de 400 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.

Sob a presidência do Banco, iniciou-se em 1992 a actividade da Comissão criada pelo Decreto-Lei n.º 24/91, de 11 de Janeiro, para acompanhar a aplicação do regime jurídico do Crédito Agrícola Mútuo, aprovado pelo mesmo diploma, e propor ao Governo, através do Senhor Ministro das Finanças, as medidas legislativas e regulamentares que se mostrem necessárias.

4.3 Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado

No ano de 1992 deram entrada no Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado (FEARC) onze pedidos de bonificação, o que perfaz um total de vinte e um pedidos, considerando os entrados nos anos anteriores.

Os processos aprovados durante o ano respeitam a empréstimos no valor de 10 913 734 milhares de escudos, a que correspondem despesas de investimento que se elevam a 12 576 916 milhares de escudos. Destes totais, 2 570 480 e 3 098 214 milhares de escudos correspondem a projectos para os quais se verificou terem já sido satisfeitos todos os condicionalismos.

O montante de bonificações pago pelo Fundo em 1992 foi de 101 713 milhares de escudos, contra a quantia de 25 702 milhares de escudos paga no ano anterior.

A situação líquida do FEARC atingiu em 1992 a importância de 8 557 927 milhares de escudos, cerca de 13,7% superior à registada em 1991 e que foi de 7 527 052 milhares de escudos.

5. CIRCULAÇÃO FIDUCIÁRIA

5.1 Notas em circulação

O valor das notas em circulação atingiu, no final do ano, 761 884 milhões de escudos, tendo crescido 3,5% relativamente a 1991, ou seja 25 698 milhões de escudos.

Foram entretanto retiradas da circulação, respectivamente em 31 de Janeiro e 30 de Novembro de 1992, as notas de 100$00, ch. 9, efígie "Fernando Pessoa" e de 5 000$00, ch. 1, efígie "António Sérgio".

No quadro seguinte discrimina-se, por tipos, o valor das notas em circulação no final dos últimos dois anos, evidenciando-se ainda com interesse a expressão que as notas de 5 000$00 e 10 000$00, em conjunto, têm na respectiva estrutura, que é de 84,2%, constituindo esta circunstância um factor de redução das restantes notas.

TIPO	Em milhões de escudos		%	
	1991	1992	1991	1992
10 000$	217 236	269 192	29,5	35,3
5 000$	404 741	372 486	55,0	48,9
2 000$	10 167	33 560	1,4	4,4
1 000$	87 591	73 347	11,9	9,6
500$	14 054	13 299	1,9	1,8
100$	2 397	0	0,3	0
	736 186	761 884	100,0	100,0

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	
	1991	1992
10 000$	11	5
5 000$	24	13
2 000$	6	19
1 000$	58	31
500$	19	14
	118	82

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
1988	1 648$
1989	1 836$
1990	2 342$
1991	2 975$
1992	3 493$

5.2 Moeda Metálica

Foram postas em circulação em 1992 e distribuídas por intermédio das instituições de crédito as seguintes moedas comemorativas:

— Alusivas ao Centenário da morte de Antero de Quental (Decreto-Lei n.º 367/91, de 4 de Outubro), em 13 de Abril de 1992.

— Alusivas ao 5.º Centenário do Descobrimento Europeu da América - Encontro de Dois Mundos (Decreto-Lei n.º 449/91, de 30 de Novembro), em 18 de Maio de 1992.

— Alusivas à Descoberta da América (Decreto-Lei n.º 193/91, de 25 de Maio), em 15 de Junho de 1992.

— Alusivas à Primeira Presidência Portuguesa do Conselho da Comunidade Europeia (Decreto-Lei n.º 63/92, de 21 de Abril), em 15 de Junho de 1992.

— Alusivas ao XXV Jogos Olímpicos 1992 (Decreto-Lei n.º 94/92, de 23 de Maio), em 20 de Julho de 1992.

— Alusivas à Descoberta da Califórnia (Decreto-Lei n.º 193/91, de 25 de Maio), em 12 de Outubro de 1992.

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.

EMITIDAS PELO ESTADO

Moedas	Emitidas pelo Estado						
	Entregues INCM	Em circulação	Nas Caixas do Banco de Portugal	Moeda comemorativa em reserva no Banco de Portugal	Total	Limite legal de emissão	Diferença entre o limite legal de emissão e a importância emitida
DIVISIONÁRIA E							
DE TROCO							
Bronze							
$50		139 971 047$50	28 952$50		140 000 000$00	170 000 000$00	30 000 000$00
Latão-níquel							
1$00		372 201 512$00	9 624 379$00		381 825 891$00	650 670 000$00	268 844 109$00
5$00		1 111 555 740$00	59 828 705$00		1 171 384 445$00	1 450 000 000$00	278 615 555$00
10$00		1 212 254 310$00	114 584 600$00		1 326 838 910$00	1 700 000 000$00	373 161 090$00
Cuproníquel							
2$50	122 010 000$00	1 243 523 490$00	45 202 410$00		1 410 735 900$00	1 485 000 000$00	74 264 100$00
20$00		3 393 870 120$00	634 887 700$00		4 028 757 820$00	6 500 000 000$00	2 471 242 180$00
50$00		4 603 356 150$00	681 338 400$00		5 284 694 550$00	8 500 000 000$00	3 215 305 450$00
100$00		11 858 497 700$00	1 344 681 300$00		13 203 179 000$00	20 000 000 000$00	6 796 821 000$00
200$00		6 776 088 600$00	2 025 911 400$00		8 802 000 000$00	30 000 000 000$00	21 198 000 000$00
TOTAL	122 010 000$00	30 711 318 669$50	4 916 087 846$50		35 749 416 516$00	70 455 670 000$00	34 706 253 484$00
COMEMORATIVA							
Latão-níquel							
10$00		20 168 110$00	550$00	2 000$00	20 170 660$00	20 700 000$00	529 340$00
Cuproníquel							
25$00		137 422 100$00	67 900$00	10 000$00	137 500 000$00	137 500 000$00	0$00
100$00		1 847 547 300$00	7 112 700$00	340 000$00	1 855 000 000$00	1 889 800 000$00	34 800 000$00
200$00		1 494 540 600$00	25 219 400$00	240 000$00	1 520 000 000$00	2 000 000 000$00	480 000 000$00
250$00		427 751 250$00	851 750$00	100 000$00	428 703 000$00	450 000 000$00	21 297 000$00
Prata							
25$00		750 000$00	0$00	0$00	750 000$00	750 000$00	0$00
100$00		61 213 100$00	0$00	0$00	61 213 100$00	123 700 000$00	62 486 900$00
200$00		11 260 000$00	0$00	0$00	11 260 000$00	109 600 000$00	98 340 000$00
250$00		17 554 250$00	0$00	0$00	17 554 250$00	41 750 000$00	24 195 750$00
500$00		102 249 000$00	0$00	2 000 000$00	104 249 000$00	130 000 000$00	25 751 000$00
750$00		153 373 500$00	0$00	3 000 000$00	156 373 500$00	195 000 000$00	38 626 500$00
1000$00		774 734 000$00	2 729 000$00	11 000 000$00	788 463 000$00	1 680 000 000$00	891 537 000$00
TOTAL	0$00	5 048 563 210$00	35 981 300$00	16 692 000$00	5 101 236 510$00	6 778 800 000$00	1 677 563 490$00
TOTAL GERAL	122 010 000$00	35 759 881 879$50	4 952 069 146$50	16 692 000$00	40 850 653 026$00	77 234 470 000$00	36 383 816 974$00

* Para além destes valores, existem ainda no Banco de Portugal, "moeda comemorativa em reserva", 135 749 550$90 de moedas.

6. SERVIÇO DO TESOURO PÚBLICO

No exercício das suas funções como Caixa Geral do Tesouro nos distritos administrativos, o Banco procedeu, em 1992, às entradas, saídas e transferências de fundos de conta do Tesouro.

Em 31 de Dezembro, a conta-corrente do Tesouro apresentava um saldo credor não significativo de 859$00, reflectindo a consolidação, prevista no art.°. 58.°. da Lei n.° 2/92, de 9 de Março, do saldo da conta gratuita aberta pelo Banco, nos termos do art.° 26.° da sua Lei Orgânica e cujo limite, para 1992, foi fixado em 248,3 mil milhões de escudos. De notar que, com o encerramento desta conta gratuita, apenas para as Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira se manterá o benefício de crédito sem juros, através da movimentação de contas-correntes, cujos limites, para 1992, foram fixados, respectivamente, em 6,2 e 3,7 mil milhões de escudos e que em 31 de Dezembro apresentavam os seguintes saldos:

— Região Autónoma dos Açores — c/c (saldo credor) ..... 26,4 milhões de escudos
— Região Autónoma da Madeira — c/c (saldo devedor) ..... 3,7 mil milhões de escudos

No âmbito da execução da política monetária, o Banco tem remunerado 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 ..... 436,8 mil milhões de escudos
— Tesouro Público - c/aplicação - — Recursos Disponíveis ..... 100,0 mil milhões de escudos
— Fundo de Regularização da Dívida Pública ..... 30,6 mil milhões de escudos

O Banco, no exercício da função de banqueiro do Estado, continuou 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, pelo que, em 31 de Dezembro, as contas de Depósitos do Sector Público apresentavam o saldo credor de 192,9 milhões de escudos.

Nos cofres distritais, prodedeu-se também aos pagamentos e recebimentos por conta da Junta do Crédito Público, cuja conta de depósito, no final do ano, apresentava o saldo credor de 6,3 mil milhões de escudos.

7. ACTIVIDADES DIRIGIDAS AO SISTEMA BANCÁRIO

7.1 Supervisão das unidades do sistema

Os aspectos institucionais e operacionais mais salientes da supervisão exercida em 1992 pelo Banco de Portugal podem sintetizar-se do modo seguinte:

— Continuação a ritmo apreciável do crescimento do universo das instituições supervisionadas;

— Introdução de novos aperfeiçoamentos na metodologia e nos instrumentos de supervisão, quer no que se refere ao acompanhamento sistemático da situação e actividade das instituições quer quanto às acções de inspecção;

— Actualização dos métodos de trabalho, com maior utilização de meios informáticos no tratamento e análise do fluxo de informação recebida das instituições e com recurso crescente a suportes magnéticos;

— Cooperação com as entidades de supervisão dos países comunitários e participação em comissões e grupos de trabalho da CE.

7.1.1 Universo das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal

Prosseguiu em 1992 o movimento de expansão do referido universo, caracterizado por uma forte diversificação em termos da natureza das unidades componentes.

De entre os registos efectuados em 1992, sobressaíram os relativos a empresas já existentes e classificadas como sociedades financeiras (é o caso das sociedades de capital de risco) e ao aparecimento de novas sociedades financeiras, designadamente sociedades gestoras de participações sociais, agências de câmbios, sociedades gestoras de fundos de investimento, e, ainda, sociedades de locação financeira, tal como sucedera já em 1991. O quadro seguinte evidencia a decomposição institucional do número total de novos registos em 1992, segundo a classificação adoptada no novo Regime Geral aprovado pelo

Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro, que distingue entre instituições de crédito e sociedades financeiras.

Novos registos em 1992

Instituições de crédito	Nº de registos
— Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	1 (*)
— Escritórios de representação de instituições bancárias sediadas no estrangeiro	5
— Caixas de crédito agrícola mútuo	2
— Sociedades de locação financeira (*leasing*)	8
— Sociedades financeiras para aquisições a crédito	4
— Sociedades de *factoring*	2
Sub-total	22
Sociedades financeiras	
— Sociedades de capital de risco	20
— Sociedades gestoras de fundos de investimento	8
— Sociedades gestoras de patrimónios	2
— Sociedades de desenvolvimento regional	1
— Agências de câmbios	9
Sub-total	40
Sociedades gestoras de participações sociais (**)	
Sub-total	12
Total	74

(*) Transformação em banco de uma sociedade de investimento.
(**) Sociedades relativamente às quais se verifica alguma das situações previstas no art.º 117.º do Decreto-Lei 298/92, de 31 de Dezembro.

Em contrapartida, foram encerradas em 1992, e como tal excluídas do citado registo especial e prévio, algumas instituições, num total de 8, devido, por exemplo, a casos de absorção ou incorporação por instituições da mesma natureza e de maior dimensão, como aconteceu em relação a algumas caixas de crédito agrícola mútuo. Por outro lado, foram revogadas em 1992 autorizações para o funcionamento de 2 sociedades corretoras e de uma sociedade administradora de compras em grupo.

O Banco de Portugal, elaborou ao longo de 1992 parecer sobre cada um dos pedidos de constituição de novas unidades do sistema bancário — em número considerável, conforme se infere do total dos novos registos efectuados no ano — e, bem assim, acompanhou, na parte que lhe diz respeito, os processos de liquidação em curso das instituições às quais foi revogada a autorização de funcionamento, entre os quais se destacam os relativos a 13 sociedades administradoras de compras em grupo.

Na sequência dos movimentos atrás descritos, o universo das instituições sujeitas à supervisão do Banco de Portugal em 31 de Dezembro de 1992 era constituído do modo apresentado no quadro que se insere a seguir.

Universo, em 31.12.1992, das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal

Instituições de crédito	Nº de instituições
— Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	37
— Escritórios de representação de instituições bancárias sediadas no estrangeiro	29
— Caixas económicas	11
— Caixas de crédito agrícola mútuo	219
— Sociedades de investimento	14
— Sociedades de locação financeira (*leasing*)	34
— Sociedades de *factoring*	11
— Sociedades financeiras para aquisições a crédito	21
Sub-total	376
Sociedades financeiras	
— Sociedades financeiras de corretagem	12
— Sociedades corretoras	9
— Sociedades mediadoras dos mercados monetário ou de câmbios	5
— Sociedades gestoras de fundos de investimento	43
— Sociedades gestoras ou emitentes de cartões de crédito	2
— Sociedades gestoras de patrimónios	19
— Sociedades de desenvolvimento regional	2
— Sociedades de capital de risco	25
— Sociedades administradoras de compras em grupo	28
— Agências de câmbios	12
— Outras sociedades	8
Sub-total	165
Sociedades gestoras de participações sociais	
Sub-total	23
Total	564

Assinale-se, em complemento do quadro anterior, que, do total das referidas 564 instituições, 21 delas encontravam-se em fase de liquidação.

7.1.2 Acompanhamento permanente das instituições

Foi desenvolvida, ao longo de 1992, a análise sistemática da situação e da actividade das instituições objecto de supervisão através de toda a informação delas recebida periodicamente. No âmbito deste acompanhamento analisou-se, em particular, o cumprimento por parte das referidas instituições dos vários normativos prudenciais, dos prazos de reporte da informação exigida e da consistência da mesma. Foram observados, designadamente, os rácios de solvabilidade, da concentração do crédito (grandes riscos), do imobilizado, das participações financeiras, do endividamento e da constituição de provisões. Relativamente às caixas agrícolas, e não obstante o facto de apenas 4 delas, num total de 219, não terem aderido ao sistema integrado de crédito agrícola mútuo, o volume de trabalho de acompanhamento em 1992 foi ainda considerável, devido, sobretudo, à necessidade de controlar o cumprimento de todo um conjunto de novos rácios e de outros normativos decorrentes da revisão do respectivo regime jurídico; reconhece-se, todavia, que tendencialmente se caminhará para uma menor exigência de acompanhamento pelo banco central dado o leque alargado de competências de orientação e fiscalização da Caixa Central no interior do já referido sistema integrado e o regime de solidariedade existente entre as instituições que o compõem.

Relativamente a 1992 registou-se ainda:

— Evolução positiva no sentido de um fluxo cada vez maior de informação prestada pelas instituições objecto de supervisão ao Banco de Portugal em suporte magnético, e não em suporte papel.

— Progressos sensíveis na informação periódica sobre a desagregação das operações activas e passivas por prazos residuais para o vencimento, prevista no Plano de Contas e necessária à melhoria do controle prudencial de certos riscos.

— Introdução de alguns refinamentos nas análises de acompanhamento da situação financeira das instituições, e criação de um «manual de procedimentos» viabilizando uma análise mais sistematizada dos dados e uma maior utilização dos recursos informáticos.

— Actualização permanente de toda a informação contida no registo, em ficheiro informático, de todas as instituições supervisionadas (denominação social, sede e rede de balcões, membros dos corpos sociais, accionistas qualificados, etc.).

— Prosseguimento da análise da informação trimestral recolhida dos bancos sobre riscos soberanos e/ou de transferência, no sentido de a muito curto prazo serem fixados limites mínimos de constituição de provisões para cobertura do risco-país.

— Aprofundamento dos trabalhos conducentes à melhoria da análise e controlo dos riscos de iliquidez e de transformação e dos riscos de mercado (designadamente, do risco de taxas de câmbio e de juro), e, por outro lado, à implementação da supervisão em base consolidada em 1993, de harmonia com a Directiva n.º 92/30/CEE, do Conselho, de 6 de Abril de 1992, já transposta para o novo Regime Geral.

7.1.3 Acções de inspecção junto das instituições

Ao longo de 1992, o Banco de Portugal procedeu a um elevado número (115) de inspecções gerais às instituições objecto de supervisão, conforme mostra o quadro que segue.

Instituições monetárias	**Nº de inspecções gerais**
— Bancos e sucursais de bancos estrangeiros	12
— Caixas de crédito agrícola mútuo	
- aderentes ao sistema integrado 61	
- não aderentes ao sistema integrado 3	64
Sub-total	76
Instituições não monetárias	
— Sociedades de investimento	3
— Sociedades de locação financeira	7
— Sociedades gestoras de fundos de investimento	8
— Sociedades administradoras de compras em grupo	6
— Sociedades financeiras para aquisições a crédito	3
— Sociedades corretoras	3
— Sociedades financeiras de corretagem	3
— Sociedades gestoras de participações sociais	2
— Sociedades de capital de risco	2
— Sociedades gestoras de patrimónios	1
— Sociedades de desenvolvimento regional	1
.....	
.....	
Sub-total	39
Total	115

Comparativamente a 1991, registou-se um aumento do número de inspecções gerais às instituições não monetárias (+11) e um decréscimo no que respeita às instituições monetárias (-37); esta última variação foi ocasionada, sobretudo, pelo natural abrandamento das acções de inspecção às caixas agrícolas que aderiram ao sistema integrado de crédito agrícola mútuo. Foram igualmente realizadas em 1992 inspecções de âmbito mais restrito ou pontuais a 11 instituições (10 monetárias, das quais 8 CCAM, e 1 não monetária).

Na sequência das acções inspectivas foi decidido, face à detecção de irregularidades graves e/ou de situações económico-financeiras fortemente degradadas e irrecuperáveis, revogar a autorização de funcionamento a duas sociedades corretoras e a uma sociedade administradora de compras em grupo. Por outro lado, não se registaram em 1992 novos casos em que fosse necessário determinar a adopção das chamadas providências de natureza extraordinária de saneamento e de apoio financeiro a instituições monetárias e não monetárias.

7.1.4 Infracções e instrução de processos

Em 1992 foram abertos e instruídos 42 processos de transgressão, originados por incumprimento dos normativos em vigor; a maior parte desses processos incidiu sobre caixas de crédito agrícola mútuo e instituições parabancárias. Por outro lado, durante o ano, apenas um caso se verificou de interposição de recurso da decisão sancionatória.

Apurou-se também um número elevado (476) de reclamações e queixas da clientela bancária contra a actuação das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal, superior ao de 1991, sobre matérias diversas, como demoras na execução de transferências de fundos, encargos e comissões, utilização de cheques, etc..

Por sua vez, em matéria de cheques, em 1992, registaram-se 96 263 casos de rescisão da convenção de cheque por uso indevido, dos quais, nos termos do Decreto-Lei nº 454/91, de 28 de Dezembro, 23 676 integravam, em 31 de Dezembro de 1992, a listagem dos utilizadores de cheque que oferecem risco (entidades objecto de duas ou mais rescisões da convenção de cheque ou que emitiram cheques após a notificação da dita rescisão).

O referido diploma, aplicado desde Abril de 1992, alterou profundamente o sistema de medidas de restrição ao uso do cheque e a intervenção do Banco de Portugal cinge-se, basicamente, à centralização das comunicações de rescisão da convenção feitas pelas instituições individualmente e em difundir pelo sistema bancário a já citada listagem dos utilizadores de risco.

7.1.5 Enquadramento jurídico da actividade das instituições e da supervisão

O enquadramento jurídico da actividade das instituições bancárias e parabancárias, e, bem assim, das acções de supervisão, em especial da supervisão prudencial, carece de constante aperfeiçoamento visando padrões de eficácia cada vez mais elevados e a aproximação às regras comunitárias aplicáveis nesta matéria.

Neste sentido, e na linha de continuidade de anos anteriores, foram publicados em 1992 vários diplomas, legais e regulamentares, cujos projectos ou foram preparados pelo Banco de Portugal ou receberam a contribuição do Banco, dos quais salientamos:

— **Decreto-Lei n.º 36/92, de 28 de Março:** estabeleceu regras essenciais sobre a consolidação de contas dos bancos e de outras instituições financeiras, em transposição para a ordem jurídica interna de parte da Directiva do Conselho n.º 86/653/CEE, de 8 de Dezembro de 1986.

— **Portaria n.º 357/92, de 22 de Abril:** fixou a relação entre o montante dos fundos próprios das sociedades administradoras de compras em grupo e o valor global dos respectivos contratos de compras em grupo.

— **Decreto-Lei n.º 149/92, de 21 de Julho:** alargou a aplicação dos limites das participações no capital de outras empresas e do imobilizado das instituições de crédito a certas instituições parabancárias (sociedades de investimento, de *factoring*, de locação financeira, e sociedades financeiras para aquisições a crédito). Este diploma viria a ser revogado meses depois pelo Decreto-Lei indicado a seguir, que qualificou as referidas parabancárias como instituições de crédito.

— **Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro:** aprovou o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. Este diploma, correntemente designado por «nova lei bancária», reflecte, em especial, a transposição para o direito interno de várias directivas comunitárias; consignou-se, nomeadamente, o princípio do «reconhecimento mútuo» e da «supervisão pelo país de origem» relativamente às instituições sediadas nos países da C.E.E..

Por outro lado, atribuíram-se ao Banco de Portugal novas competências, até então do Governo, no domínio da supervisão, como sejam a concessão de autorizações para o estabelecimento de novas instituições e para a ultrapassagem de certos limites prudenciais, a aplicação de sanções, a intervenção na administração das instituições em situação difícil, a determinação de medidas de saneamento e recuperação financeira, e a revogação de autorização para o exercício de actividade. É igualmente contemplada a criação de um fundo de garantia dos depósitos nas instituições de crédito, com excepção dos captados pelas caixas de crédito agrícola mútuo pertencentes ao respectivo sistema integrado já cobertos por um fundo específico.

— **Aviso n.º 2/92:** tornou aplicável às caixas de crédito agrícola mútuo e ao respectivo sistema integrado, em base consolidada, o esquema de limites, em função dos fundos próprios, relativo à concentração de riscos (grandes riscos).

— **Aviso n.º 3/92:** estabeleceu limites ao valor do activo imobilizado das sociedades administradoras de compras em grupo.

— **Aviso n.º 7/92:** fixou normas relativas à prestação, pelas instituições de crédito, de informação actualizada à clientela sobre as condições gerais, com efeitos patrimoniais, de realização das operações e dos serviços correntemente oferecidos por estas, condições relativas a taxas de juro, impostos, comissões, prémios de transferência, portes, despesas de expediente, datas-valor das operações, etc..

— **Aviso n.º 12/92:** redefiniu as regras referentes aos elementos integrantes dos fundos próprios das instituições de crédito sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.

Por outro lado, foram emitidas ao longo de 1992 várias instruções técnicas, sob a forma de carta-circular dirigida às unidades do sistema, respeitantes, designadamente:

— ao reporte de informação contabilística pelas caixas económicas e por várias categorias de instituições parabancárias, de harmonia com os planos de contas respectivos, baseados estes, com os ajustamentos necessários, no plano de contas para o sistema bancário;

— ao controlo, a partir de mapas de modelo tipificado, do cumprimento de alguns rácios prudenciais pelas caixas de crédito agrícola mútuo (solvabilidade, provisões mínimas, concentração de riscos e valor agregado dos grandes riscos) e por certas parabancárias (participações financeiras).

7.2 Compensação interbancária

Pelo quadro a seguir pode verificar-se que o movimento de liquidação efectuado pelas operações de compensação interbancária continuou a manifestar uma tendência ascendente em cada uma das zonas, com particular realce na de Lisboa, correspondendo no total a um crescimento de 8,3% no volume de documentos e a 42% no respectivo valor.

	LISBOA		PORTO		OUTROS DISTRITOS		TOTAL	
Ano	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos	Quant. (1000)	Milhões de escudos
1991	123 683	94 473 282	72 020	12 854 474	7 182	1 214 845	202 885	108 542 600
1992	135 648	139 083 375	77 765	13 723 151	7 840	1 384 466	221 253	154 190 992

Sublinhe-se que as transferências interbancárias traduzidas em movimentos a crédito das instituições destinatárias passaram a ser telecompensadas a partir de 7 de Janeiro de 1992, juntando-se assim aos cheques e efeitos.

Registe-se, por outro lado, com interesse, no quadro seguinte o sucessivo decrescimento do volume e valor dos documentos devolvidos.

	QUANTIDADE (1000)	%	VALOR Milhões de escudos	%
1991	2 682	1,3	608 703	0,6
1992	2 017	0,9	568 377	0,4

7.3 Centralização de riscos de crédito

Prosseguindo o objectivo de proporcionar às diversas unidades do sistema financeiro 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 a 31 de Outubro (excluindo Horta).

Saldos em mil milhões de escudos

Final de	Responsabilidades			Entidades abrangidas
	Por desembolso	Extrapatrimoniais	Totais	
1991	3 759,3	901,7	4 661,0	142 697
1992	4 090,6	1 133,2	5 223,8	149 372

7.4 Centralização de apontes e protestos

Prosseguindo o objectivo de proporcionar às diversas unidades do sistema financeiro elementos que lhes permitam avaliar os riscos das suas operações activas, o Banco de Portugal, durante o exercício de 1992, continuou a assegurar a centralização de incidentes de crédito e a sua divulgação.

Em relação ao ano anterior, verificou-se um aumento de cerca de 24% e 38%, 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
1991	8,2	6,3	34,1	32,7	42,3	39,0
1992	8,6	7,6	43,9	46,2	52,5	53,8

7.5 Centralização de balanços

Durante o ano de 1992, a Central de Balanços, prosseguiu o seu objectivo de obter elementos agrupados para a apreciação da estrutura empresarial portuguesa. Foram editados 308 "QUADROS DE SITUAÇÃO", em papel e em suporte magnético, respeitantes ao exercício de 1990, abrangendo 5 622 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 quadro de financiamento e um gráfico de equilíbrio financeiro.

Na campanha concluída em 1992 (exercício de 1990), aderiram à Central de Balanços 6 329 empresas, representando 27% do total das empresas consultadas.

Relativamente ao exercício de 1991, a Central de Balanços alargou o âmbito dos seus trabalhos aos sectores da "Construção e Obras Públicas", "Transportes, Armazenagem e Comunicações" e "Hotelaria".

8. RELAÇÕES COM ORGANISMOS INTERNACIONAIS E OUTROS BANCOS CENTRAIS

8.1 Fundo Monetário Internacional

Em Novembro de 1992, entrou em vigor a 3.ª. Emenda ao Acordo relativo ao FMI (Resolução da Assembleia da República publicada em 26 de Junho de 1991). Simultaneamente, entrou também em vigor o aumento das quotas, da ordem dos 50%, decidido no seguimento da 9.ª. Revisão Geral de Quotas. A quota de Portugal passou, assim, de 376,6 milhões de Direitos de Saque Especiais para 557,6 milhões. A realização do aumento, na parcela pagável em Direitos de Saque Especiais, foi efectuada por força dos haveres de Portugal em DSE, sem necessidade de recurso à compra adicional destes activos.

Portugal continuou a ser chamado a participar em operações ao abrigo dos orçamentos operacionais trimestrais do FMI. Ao longo de 1992, efectuaram-se onze operações, seis das quais por débito da conta N.º 1 do FMI, no valor global de 37 400 000 DSE, e cinco a crédito da mesma conta, no valor geral de 43 217 485 DSE.

A evolução da economia portuguesa e, em particular, os desenvolvimentos da política económica continuaram a ser acompanhados pelo FMI, quer através de missões a Portugal, quer de contactos informais, merecendo especial atenção a adesão de Portugal ao SME e situações dela decorrentes e ainda as orientações de base do Orçamento do Estado.

O Banco de Portugal participou na Assembleia Geral do FMI em Washington de 22 a 24 de Setembro de 1992, e também nas reuniões semestrais do Comité Intercalar que tiveram lugar em 27 de Abril e 20 de Setembro de 1992.

8.2 Banco de Pagamentos Internacionais

Prosseguiram as ligações funcionais com o Banco de Pagamentos Internacionais, no âmbito das actividades específicas desta instituição.

O Banco de Portugal participou na Assembleia Geral Ordinária do BPI, efectuada em Basileia em 15 de Junho de 1992.

8.3 Comunidade Económica Europeia

O Banco de Portugal participou, em 1992, nos trabalhos do Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-Membros da Comunidade Europeia, do Comité Monetário, do Comité Consultivo Bancário e de outros Comités ou grupos de trabalho no âmbito da Comissão ou do Conselho.

O **Comité de Governadores**, criado com o objectivo de promover a cooperação entre os Bancos Centrais dos Estados-Membros da Comunidade Europeia, viu as suas competências alargadas e a sua importância reforçada com o início da 1.ª fase da União Económica e Monetária (UEM), em Julho de 1990. As actividades regulares do Comité cobrem áreas tão diversas como a promoção da coordenação das políticas monetárias nacionais, o acompanhamento do Sistema Monetário Europeu e do mercado do ECU privado, o tratamento de questões no domínio da supervisão bancária e a cooperação com Bancos Centrais de países terceiros. Na realização destas tarefas, os Governadores são assistidos pelo Comité de *Alternates* e pelos Sub-Comités de Política Cambial, Política Monetária e Supervisão Bancária, todos eles contando com a participação de representantes do Banco de Portugal.

O Sub-Comité de Política Cambial efectua o acompanhamento dos mercados cambiais, tanto através da realização de concertações telefónicas diárias e semanais, como através da realização de reuniões mensais. Adicionalmente, o Sub-Comité elabora relatórios periódicos sobre o funcionamento do SME e a utilização do ECU privado, assim como estudos sobre temas específicos cuja oportunidade seja relevante.

Por sua vez, o Sub-Comité de Política Monetária procede anualmente a uma análise prospectiva (exercício "ex-ante") e retrospectiva (exercício "ex-post") das políticas monetárias nacionais. Estes exercícios permitem avaliar a compatibilidade das políticas monetárias com o objectivo de redução dos diferenciais de inflação na Comunidade e comparar os resultados obtidos com as projecções, tendo em vista a eventual recomendação de medidas correctivas. Esta análise tem por base uma série de indicadores económicos mutuamente consistentes, tendo sido particularmente importante o trabalho desenvolvido ao nível da harmonização dos agregados monetários. O Sub-Comité é ainda responsável por uma apreciação anual da evolução das finanças públicas nos países da Comunidade e respectivas implicações para a condução das políticas monetárias.

No quadro do Sub-Comité de Supervisão Bancária foram discutidas em 1992, entre outras questões, as implicações da Segunda Directiva de Coordenação Bancária e uma série de princípios que deverão estar na base da supervisão prudencial das instituições, nomeadamente no que se refere aos conglomerados financeiros, à fragilidade financeira das instituições, à cooperação entre centrais de riscos de crédito e, de uma forma geral, a cooperação e troca de informações entre autoridades de supervisão. Estas actividades foram articuladas com as do Grupo de Contacto, constituído pelos representantes dos organismos ou departamentos de supervisão bancária nos países comunitários, em que foram examinadas principalmente os aspectos do controle da liquidez e da solvabilidade bancárias e a cooperação entre aqueles organismos.

Para além das actividades de carácter regular, começaram a ser desenvolvidos, ao nível do Comité de Governadores, trabalhos preparatórios tendo em vista a implementação das 2.ª e 3.ª fases da UEM, de acordo com o Tratado da União Europeia, assinado em Fevereiro de 1992. Em particular, começou a ser preparada a criação do Instituto Monetário Europeu, que assumirá as funções do Comité de Governadores a partir de 1 de Janeiro de 1994, data de início da 2.ª fase da UEM. Para assegurar a realização destes trabalhos preparatórios, o Comité atribuiu novas competências aos três Sub-Comités existentes, decidiu manter o Grupo de Trabalho sobre Sistemas de Pagamentos, criado em 1991 numa base "ad hoc", e criou quatro novos Grupos de Trabalho nas áreas de Estatística, Sistemas de Informação, Questões Contabilísticas e Emissão da Nota de Banco Europeia, que contam com a participação do Banco de Portugal.

Em 1992, o Comité de Governadores publicou o seu primeiro Relatório Anual, relativo ao período de Julho de 1990 a Dezembro de 1991, de acordo com o estabelecido na decisão do Conselho 90/142/CEE, de 12 de Março de 1990, tendo o Banco de Portugal assegurado a produção da versão portuguesa.

No 2.º semestre de 1992, no contexto da turbulência que afectou os mercados cambiais, os desenvolvimentos monetários e financeiros ocuparam lugar de destaque nos trabalhos do Comité, tendo o Conselho Europeu extraordinário de Birmingham solicitado ao Comité a análise das causas e ilacções a retirar da crise cambial.

No capítulo da cooperação monetária com países terceiros, realizaram-se consultas regulares, no âmbito do Grupo de Concertação, entre os Bancos Centrais da Comunidade e os Bancos Centrais dos Estados Unidos, Canadá, Japão, Noruega, Suécia, Finlândia, Áustria e Suíça. Foram renovados pela 2.ª vez os acordos de *swap* bilaterais entre os Bancos Centrais da Comunidade e o Banco Central da Noruega, destinados a apoiar a ligação da Coroa norueguesa ao ECU. Em Julho, um conjunto idêntico de acordos de *swap* foi também concluído com o Banco Central da Finlândia.

Houve também participação em acções conjuntas no que se refere à estruturação da legislação laboral do BCE, na prefiguração do esquema de mobilidade de pessoal inter-Bancos Centrais e em iniciativas conjuntas de formação profissional. Ligado com este tema, realizou-se em Lisboa uma Conferência dos Responsáveis de Formação dos Bancos Centrais da CEE.

O **Comité Monetário** é um órgão consultivo, constituído por representantes da Comissão Europeia e dos Ministérios das Finanças e Bancos Centrais dos Estados-Membros, cujas funções principais consistem no acompanhamento da situação monetária e financeira dos Estados-Membros e da Comunidade e na preparação dos trabalhos do Conselho ECOFIN em determinadas matérias.

Em 1992, para além da preparação dos exercícios de vigilância multilateral, os trabalhos do Comité Monetário abrangeram um vasto conjunto de temas, de que se destacaram: a análise dos Programas de Convergência de diversos Estados-Membros; a análise das condições de concessão, pela Comunidade, de apoio financeiro a médio-prazo às Balanças de Pagamentos de países como a Itália e a Grécia; a análise e preparação das alterações de paridades no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), que resultaram, quer da adesão do Escudo, quer dos realinhamentos ocorridos; a situação relativa à liberalização dos movimentos de capitais; a assistência financeira da Comunidade a países terceiros; as relações monetárias com países cuja política cambial está de alguma forma ligada ao SME e o acompanhamento das negociações do *Uruguay Round* sobre serviços financeiros.

O **Comité Consultivo Bancário** tem, essencialmente, duas funções. Em primeiro lugar aconselhar a Comissão relativamente aos projectos de nova legislação comunitária, sobre o seu âmbito de actuação; em segundo lugar, aprovar alterações à referida legislação, nos termos das delegações de poderes que, segundo as regras de comitologia, lhe estão delegados.

O Banco participou na preparação de directivas ligadas à sua actividade, bem como na respectiva transposição para o direito português, com especial destaque na presidência portuguesa da Comunidade, no primeiro semestre de 1992. Participou ainda em diversos Comités e grupos de trabalho específicos (GAFI, negociações EEE, transferências transfronteiras, etc.).

No domínio estatístico, em articulação com a actividade desenvolvida no Comité de Governadores, o Banco participou nos trabalhos do Comité de Estatísticas Monetárias, Financeiras e da Balança de Pagamentos e respectivos grupos de trabalho e "task-forces" no âmbito do EUROSTAT.

Prosseguiu a colaboração nos trabalhos relativos à definição das posições da Comunidade e dos seus membros no GATT, nos aspectos respeitantes à liberalização do comércio internacional de serviços bancários.

A 10.ª reunião ordinária do Comité Europeu das Centrais de Balanços, teve lugar em Lisboa, no dia 23 de Outubro de 1992, na qual participaram também representantes da Comissão da Comunidade Europeia e da OCDE. Registou-se também uma colaboração activa nos Grupos de Trabalho criados pelo referido Comité, em particular no 1.º e 2.º G.T., e a continuação do fornecimento de dados sectoriais ao projecto "BACH", que funciona junto da Comissão das Comunidades Europeias, e que visa disponibilizar informação agregada de sectores de actividade económica de países europeus, dos Estados Unidos da América e do Japão.

Através da representação no Conselho de Garantias Financeiras, o Banco participou nos trabalhos regulares do Grupo de Créditos à Exportação.

O Banco de Portugal executa operações financeiras de rotina com o Banco Europeu de Investimento (BEI) e com o Banco Europeu para a Reconstrução e Desenvolvimento (BERD).

8.4 OCDE

O Banco de Portugal participou em numerosas reuniões de trabalho da OCDE, destacando-se as que foram consagradas ao estudo anual da economia portuguesa, no âmbito do Comité de Exame das Situações Económicas e dos Problemas do Desenvolvimento, e ainda reuniões do Comité de Política Económica, e respectivo grupo das Perspectivas Económicas a Curto Prazo, do Comité de Mercados Financeiros (e seu Grupo de Estatísticas Financeiras), do grupo *ad hoc* de Pagamentos Ilícitos e, através da

representação no Conselho de Garantias Financeiras, no Grupo de Créditos à Exportação e nas reuniões dos Participantes no "Consensus" e acordos sectoriais a ele anexos.

8.5 UNCTAD

O Banco de Portugal participou nos trabalhos preparatórios e na oitava sessão da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD - VIII), que se realizou em Fevereiro de 1992 na Colômbia.

O Banco fez-se representar, a nível técnico, na reunião do Conselho do Comércio e Desenvolvimento (TDB) da UNCTAD, que teve lugar em Setembro/Outubro de 1992, em Genebra.

8.6 Grupo Banco Mundial

Prosseguiram as operações financeiras de rotina ligadas à existência, no Banco de Portugal, de contas com as instituições do Grupo do Banco Mundial: Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), Agência Multilateral de Garantia de Investimentos (MIGA), Associação Internacional para o Desenvolvimento (IDA) e Fundo para o Ambiente do Globo (GEF). A filiação de Portugal nestas duas últimas organizações teve lugar em 1992.

8.7 Banco Interamericano de Desenvolvimento

Durante o ano de 1992, prosseguiram normalmente as operações ligadas ao exercício das funções do Banco de Portugal como depositário dos haveres em escudos desta instituição, de que o País é membro.

.8 Banco Africano de Desenvolvimento/ /Fundo Africano de Desenvolvimento

O Banco de Portugal fez-se representar na delegação portuguesa às Assembleias Anuais do BAD e do FAD, que se realizaram em Dacar, no Senegal, de 11 a 14 de Maio de 1992.

Prosseguiram durante o ano as operações ligadas à função do Banco de Portugal como depositário dos haveres em escudos destas instituições.

8.9 Cooperação com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

Durante o ano de 1992, a cooperação do Banco de Portugal com os PALOP intensificou-se, tendo esta evolução resultado não só do aumento das acções bilaterais, como também do aparecimento de novas iniciativas no âmbito das acções multilaterais.

Relativamente às acções bilaterais, a assinatura de Acordos de Cooperação e Assistência Técnica entre o Banco e os Bancos Centrais dos PALOP em 1991 veio trazer uma grande dinâmica a este tipo de actividade, que absorveu cerca de 42% do total de recursos humanos afectos à cooperação. Em termos desagregados, a Guiné-Bissau e Angola foram os grandes beneficiários destas acções.

Um aspecto importante daqueles Acordos, relativo à Formação Profissional, concretizou-se com o lançamento do Programa de Cursos para Quadros e Técnicos dos Bancos Centrais dos PALOP, e com a realização de estágios no Banco.

Ainda no âmbito das acções bilaterais, destaca-se a abertura da delegação do Banco de Portugal em Luanda, que certamente constituirá um veículo de apoio extremamente útil à implementação do Programa de Assistência Técnica ao Banco Nacional de Angola e ao acompanhamento da reestruturação do sistema financeiro angolano.

Uma última vertente desta categoria de acções é o Acordo de Arranjo Monetário com a Guiné-Bissau, em vigor desde 1991, que envolve a permanência de dois técnicos em Bissau (Unidade Técnica do Arranjo Monetário — UTAM), um do Banco de Portugal e outro do Tesouro português, cuja coordenação está a cargo do Banco.

No domínio das acções multilaterais salienta-se os já referidos Cursos para Quadros e Técnicos dos Bancos Centrais dos PALOP, iniciativa introduzida em 1992, cujo resultado foi considerado altamente positivo, quer pela sua eficácia na transmissão de acontecimentos aos participantes, quer pela melhoria na afectação e gestão dos recursos dos vários departamentos do Banco comparativamente à anterior política de estágios avulsos.

Estes cursos realizaram-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" —, tendo sido recebidas 48 candidaturas em 1992, para um total de 19 semanas lectivas, sendo a Guiné-Bissau o país que mais candidatos enviou, 16 no total, logo seguido de Angola e Moçambique, respectivamente com 13 e 9 candidatos.

Iniciativa particularmente relevante, quer pela actualidade do tema para os PALOP, quer pela grande adesão e espírito de abertura manifestado por todos os intervenientes, foi a realização de uma mesa redonda subordinada ao tema "Separação das funções de banco central e de banca comercial".

Confirmando a continuidade que se pretende conferir à iniciativa, o BP realizou o 2.º Encontro de Lisboa entre as delegações de Portugal e dos PALOP à Assembleia Anual do Fundo Monetário Internacional/Banco Mundial, este ano alargado aos Ministérios das Finanças. Assim, foram debatidas questões de interesse para ambas as partes, tais como a modernização do sistema financeiro, a estabilização monetária e cambial, ajustamento fiscal e desenvolvimento e iniciativa privada na reestruturação económica.

8.10 Relações Financeiras com os Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

Em 5 de Fevereiro foi formalizada entre o Banco de Portugal e o Banco Nacional de Angola uma nova revisão da Convenção relativa ao Controlo dos Fluxos Cambiais Resultantes do "Evergreen Crude Petroleum Sales Contract", em paralelo com elevação do contingente diário dos fornecimentos da Sonangol à Petrogal de 13 000 para 20 000 barris.

Esta revisão estabeleceu a afectação de 15% do valor dos fluxos gerados ao serviço da dívida do reescalonamento de USD 90 milhões correspondente a 2/3 do valor de créditos inicialmente concedidos para a exportação de bens de consumo e intermédios vencidos e não pagos até 31 de Outubro de 1991.

Simultaneamente, através da Convenção celebrada entre a COSEC e o Banco Nacional de Angola o "plafond" de crédito à exportação a médio e longo prazo foi elevado para USD 310 milhões.

As Convenções relativas aos fluxos cambiais gerados pelo "Evergreen" permitiram, durante os 5 anos da sua vigência e até ao final de 1992, a canalização de cerca de USD 400 milhões para pagamento de créditos de entidades portuguesas sobre entidades angolanas, nomeadamente a liquidação do reescalonamento da dívida relativa ao crédito à exportação a médio e longo prazo vencido e não pago até fins de 1987, assegurando o serviço da dívida de créditos daquela natureza entretanto vencidos.

A par destes pagamentos, permitiu também a regularização de dívidas em atraso de diversa natureza no valor de USD 55 milhões.

Os bons resultados conseguidos levaram o Banco de Portugal a estabelecer uma facilidade de crédito até USD 25 milhões, válida por um ano, destinada a obter um pagamento mais pontual dos créditos abrangidos pela Convenção BP/BNA.

A gestão da Convenção referida tem envolvida uma colaboração muito estreita com o Banco Nacional de Angola. É neste quadro, aliás, que prosseguirão os trabalhos de avaliação e desenvolvimento futuro dos acordos financeiros bilaterais.

IV - ORGANIZAÇÃO E GESTÃO INTERNAS

1. PLANEAMENTO DA ACTIVIDADE DO BANCO

Durante o ano de 1992, desenvolveram-se as actividades habituais do planeamento operacional em conjugação com o processo de orçamento administrativo.

Salienta-se a particularidade de o planeamento para 1993 ter sido publicado integrando as fichas de programa, com o intuito de prestar ao Conselho de Administração a às direcções do Banco informações mais detalhadas sobre os planos departamentais.

Foi elaborado um documento de apoio à reunião de reflexão do Conselho de Administração sobre a evolução organizativa do Banco.

Em Maio, o Banco participou no 3.º Encontro sobre planeamento estratégico de Bancos Centrais de pequena e média dimensão organizado pelo Banco da Finlândia no âmbito do "Clube de Viena", em que se discutiu a evolução das funções, das estruturas e dos recursos humanos e financeiros dos Bancos Centrais no quadro da sua futura integração no Sistema Europeu de Bancos Centrais.

2. REESTRUTURAÇÃO GERAL DO BANCO

Consequência das alterações nas funções das Delegações Regionais e Agências, a na sequência do plano da sua reestruturação, foi durante o ano de 1992 definida a Rede Básica de Agências a manter pelo Banco de Portugal, donde resultou o encerramento das Agências de Viana do Castelo, Portalegre, Beja e Horta.

Por outro lado, procedeu-se à reestruturação de alguns departamentos do Banco, designadamente do DEE, que absorveu as funções estatísticas a cargo do DBF, cuja fusão com o DES continuou a ser estudada.

3. PESSOAL

3.1 Política de Pessoal

O Banco de Portugal tem prosseguido nos últimos anos um importante processo de mudança, induzido, em parte, por factores externos com repercussão no seu funcionamento ao nível do sistema organizativo e de gestão. A gestão dos recursos humanos constitui um ponto-chave na transformação e adequação do Banco Central português às suas novas funções e, em particular, às que decorrem do aprofundamento da integração monetária europeia.

Em 1992, os principais resultados nesta matéria traduzem-se, essencialmente, na conjugação de equilíbrios decorrentes dos processos de mudança iniciados nos últimos quatro anos, com particular enfoque nas transformações de ordem material, associadas a condições de progresso e desenvolvimento dos Recursos Humanos da Instituição.

Nestes dois domínios, foi concretizado, em 1992, um numeroso conjunto de acções de que se destaca:

- Prosseguimento da racionalização orgânica e funcional do Banco em associação com medidas incentivadoras de descompressão e mobilidade de efectivos, particularmente ao nível da Filial e da Rede de Agências;
- Simplificação e flexibilização da política remunerativa, através da alteração das agregações dos níveis de conteúdo, da correcção dos complementos remunerativos e da flexibilização do método por pontos;
- Manutenção e desenvolvimento dos processos de descrição e avaliação de postos de trabalho e revisão do Sistema de Avaliação do Trabalho, com a implementação da nova folha de avaliação;
- Conclusão do 1.º Curso de Formação Recorrente para pessoal administrativo e enquadramento e organização de um 2.º Curso;
- Continuação do apoio à auto-formação, através do financiamento à aquisição de livros e similares e consumíveis informáticos e conclusão da 3.ª e 4.ª fases do financiamento para aquisição de equipamento informático, que abrangeram 224 empregados;
- Desenvolvimento de processos de recrutamento e selecção, com utilização de novas técnicas e metodologias e cooperação com as Universidades, no âmbito da troca de informações e experiências, bem como o incremento de sessões de informação para captação de técnicos qualificados para os quadros do Banco.

3.2 Efectivos

O Banco de Portugal registou, em 1992, uma sensível redução do número dos seus efectivos, que passaram de 2 376 para 2 293 (menos 83), o que representa um decréscimo percentual de 3,5%.

Dos 2 293 empregados do Banco, 1 418 são do sexo masculino e 875 do sexo feminino.

3.2.1 Efectivos por Funções Profissionais

O quadro que se segue mostra a distribuição dos efectivos do Banco em 31 de Dezembro de 1992 por grupos profissionais, e em que constam, para efeitos comparativos, os valores dos últimos 3 anos.

GRUPO PROFISSIONAL	1989		1990		1991		1992	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
DIRECÇÃO	49	1,7	47	2,0	43	1,8	41	1,8
CHEFIAS	366	12,9	257	10,9	259	10,9	251	10,9
TÉCNICOS	416	14,6	423	17,9	468	19,7	492	21,5
F.ESPECÍFICAS	137	4,8	112	4,7	118	5,0	116	5,0
ADMINISTRATIVOS	1319	46,4	1049	44,4	1025	43,1	956	41,7
EXECUTANTES GII/GIII/GIV	558	19,6	475	20,1	463	19,5	437	19,1
TOTAL	2845		2363		2376		2293	

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

3.2.2 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	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
61/65	19	1,3	3	0,3	22	0,9
56/60	86	6,1	10	1,4	96	4,2
46/55	543	38,3	187	21,3	730	31,8
36/45	426	30,0	355	40,5	781	34,1
31/35	259	18,3	240	27,4	499	21,8
26/30	62	4,4	55	6,3	117	5,1
19/25	23	1,6	25	2,8	48	2,1
	1418		875		2293	

ANTIGUIDADE	H	M	TOTAL
Até 2 anos	43	37	80
3 a 5	63	43	106
6 a 10	339	288	627
11 a 15	196	157	353
16 a 20	324	183	507
21 a 25	262	71	333
Mais de 25 anos	191	96	287
TOTAL	1418	875	2293

O escalão etário 36/45 anos é o que continua a registar uma maior concentração populacional, com 781 empregados.

Com idade superior a 45 anos, o Banco tem 848 empregados, o que corresponde a 37% do seu efectivo global.

O nível etário médio, que em 1991 se situou nos 41,33 anos, é, em 31 de Dezembro de 1992, de 41,97 anos, o que determina um ligeiro envelhecimento em relação ao ano precedente.

No que respeita à antiguidade, verifica-se que o maior número de efectivos do Banco (627) está situado no escalão 6/10 anos. Com uma antiguidade de mais de 15 anos, existem 1 127 empregados, o que representa 49% do efectivo total da Instituição. O nível médio de antiguidade dos empregados do Banco é de 15,73 anos.

3.2.3 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 1992, comparativamente com o ano anterior, um aumento considerável dos efectivos com o ensino universitário (mais 32 empregados). De facto, dos 2 293 empregados do Banco de Portugal, 578 têm como habilitações o ensino universitário e médio, o que corresponde a 25,2% do total de efectivos.

FORMAÇÃO	1989	1990	1991	1992
Universitário	466	456	503	535
Médio	56	49	46	43
Sec.Complementar	997	829	834	782
Sec.Geral	549	439	422	398
Básico	404	311	299	278
s/Habil.Base	373	279	272	257
TOTAL	2845	2363	2376	2293

Pode afirmar-se que o ano de 1992 revelou a continuidade de uma política de desenvolvimento de recursos humanos, que prossegue objectivos de redimensionamento quantitativo e qualitativo dos efectivos do Banco, visando uma progressiva revitalização e valorização do seu potencial humano que, segundo os dados de 1992, é mais qualificado.

3.3 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
ENTRADAS				
Admissões	+ 30			+ 30
SAÍDAS				
Reformas	13	49	25	87
Falecimentos	3	-	-	3
Exonerações	7	-	-	7
Rescisão por Mútuo Acordo	5	9	1	15
Despedimentos	1		-	1
	- 29	- 58	- 26	- 83

As admissões, reformas, exonerações e rescisões por mútuo acordo são os itens que registam maior importância no contexto global da movimentação dos efectivos do Banco.

Em 1992, registaram-se 27 admissões e três integrações, num total de 14 homens e 16 mulheres, para o exercício de funções técnicas. Estas admissões foram efectuadas ao abrigo de um concurso público para preenchimento de vagas para estágios remunerados para recém-licenciados, excepto 4 efectuadas ao abrigo da Base 11.ª das Bases Gerais de Política de Pessoal.

No ano em análise, efectuou-se, ainda, um concurso para estágios académicos.

3.4 Acção Social e Condições de Trabalho

3.4.1 Pensões de Reforma e Sobrevivência

3.4.1.1 Número de Pensionistas

Tipo de Pensões e local de pagamento	Em 31.12.91	Em 31.12.92
PENSÕES DE REFORMA		
Sede	828	829
Filial	127	175
Del. Reg. Agências	278	291
TOTAL	1233	1295
PENSÕES DE SOBREVIVÊNCIA		
Sede	293	291
Filial	41	39
Del. Reg. Agências	127	125
TOTAL	461	455
TOTAIS	1694	1750

Em 31 de Dezembro de 1992, os empregados na situação de reforma eram 1 295 (mais 62 que no ano anterior), número que corresponde a 56,5% dos empregados no activo.

Verifica-se, igualmente, uma redução de 6 pensionistas comparativamente com o ano precedente.

3.4.1.2 Encargos com Pensões

	(contos)	
	1991	1992
REFORMAS	1 288 908	1 466 684
SOBREVIVÊNCIA	422 112	483 321
TOTAL	1 711 020	1 950 005

No que respeita aos encargos com beneficiários de pensões de reforma e de sobrevivência verifica-se, em 1992, comparativamente com o ano anterior, um acréscimo de 238 985 contos, o que representa um aumento percentual de 14,0%.

3.4.2 Saúde e Medicina do Trabalho

Durante o ano de 1992, o Centro de Saúde e Medicina do Trabalho, para além das actividades regulares, realizou os projectos já iniciados no ano anterior: estudo da população do Banco com base na interpretação e análise dos inquéritos distribuídos; Despiste de surdez profissional; Identificação e orientação dos empregados com hipertensão arterial e rastreio, na Filial, do cancro da mama e colo do útero.

No que respeita à Medicina Curativa, e em comparação com o ano anterior, verifica-se uma diminuição do número de consultas, de receitas prescritas, de visitas ao domicílio e de intervenções de pequena cirurgia.

No que reporta à Medicina do Trabalho, destaque-se os 872 exames médicos efectuados e as 26 visitas a locais de trabalho.

Em 1992, registaram-se 56 acidentes de trabalho, menos 9 que no ano precedente.

3.4.3 Benefícios

3.4.3.1 Crédito à Habitação

Em 1992, foram concedidos 165 empréstimos para a 1.ª habitação, no montante global de 1 158 416 milhares de escudos (mais 90 028 que no ano precedente) e 115 empréstimos para a 2.ª habitação, que envolveram a verba de 917 827 milhares de escudos (menos 302 551 que em 1991).

No ano em análise, foram liquidados 22 empréstimos por antecipação e 2 por falecimento, respeitantes à 1.ª habitação. No total, 2 519 empregados já beneficiaram de crédito para a 1.ª habitação e 488 para 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
1989	158	-
1990	146	195
1991	180	178
1992	165	115

3.4.3.2 Empréstimos de carácter social com juros

Em 1992 foi aprovado o novo regime de concessão de empréstimos de carácter social com juros, que substituiu a modalidade de empréstimos com juros concedidos no âmbito do Fundo Social.

Os empréstimos têm por finalidade exclusivamente satisfazer despesas socialmente justificáveis e destinam-se aos empregados no activo e na situação de reforma.

No ano em análise, foram concedidos empréstimos a 367 empregados no activo,no montante de 300 200 milhares de escudos, e a 70 empregados na situação de reforma, no valor de 33 409 milhares de escudos.

3.4.3.3 Fundo Social

Em comparação com o ano anterior, verifica-se a existência de um acréscimo de 3 109 milhares de escudos nos empréstimos sem juros e uma redução de 169 114 e de 3 377 milhares de escudos nos empréstimos com juros a empregados no activo e nos empréstimos com juros a reformados, respectivamente.

EMPRÉSTIMOS E DONATIVOS/EVOLUÇÃO
(em contos)

EVOLUÇÃO	EMPRÉSTIM C/JUROS	EMPRÉSTIM. S/JUROS	DONATIVOS	EMP. C/JUROS A REFORMADOS
1992	217421	10281	1424	16289
1991	386535	7172	1423	19666
1990	361021	89151	4792	-
1989	445317	85060	4157	-

Pelo quadro de evolução, é possível constatar-se um aumento de verbas em todas as restantes rubricas de acção social, nomeadamente no apoio à infância, jovens e reformados.

OBRAS SOCIAIS/EVOLUÇÃO
(em milhares de escudos)

OBRAS SOCIAIS	1989	1990	1991	1992
Apoio à infância	15889	16862	775	1137
Apoio aos jovens	26342	49133	7302	7515
Apoio a reformados	14516	18013	7706	9924
Comp.Desp.Alojamento	18103	20106	-	-
Comp.Doença e Funeral	115774	140259	-	-
Férias Sociais	65033	78205	63400	64319
Refeitórios	66334	70028	64490	73605
TOTAL	321991	392606	143673	156500

3.4.3.4 Assistência na Doença

	Encargos em milhares de escudos	
BENEFICIÁRIOS	1991	1992
Pessoal no activo	93 217	114 077
Reformados e Pensionistas	75 099	91 620
TOTAL	168 316	205 697

As comparticipações atribuídas pelo Banco, em complemento das concedidas pelos SAMS e outras entidades, apresentam um acréscimo de 22,2%, ou seja, mais 37 381 contos, comparativamente com o ano precedente.

3.5 Formação Profissional

Durante o ano em análise, 1 004 empregados do Banco, correspondente a 43,8% dos efectivos, frequentaram diversas acções de formação, as quais na globalidade somaram 56 441 horas de formação (menos 3 712 horas que em idêntico período do ano anterior). A formação interna foi ministrada a 736 participantes (40 971 horas) e a externa, a 268 empregados (15 470 horas).

FORMAÇÃO/PARTICIPANTES/HORAS

	1990	1991	1992
PARTICIPANTES *	1515	1639	1004
HORAS	70571	60153	56441

*Empregados que frequentaram uma acção de formação

Os custos com a formação dos empregados sofreram um decréscimo de 12 689 contos em relação ao ano anterior.

CUSTOS COM FORMAÇÃO
(milhares de escudos)

FORMAÇÃO	1990	1991	1992
Interna	34149	48685	54051
Externa-País	40558	63503	64750
Externa-Estrangeiro	23670	25708	28707
Despesas c/Valor. Pessoal	95746	156039	132030
Outros Encargos	1714	4458	6166
TOTAL	195837	298393	285704

4. ORGANIZAÇÃO E INFORMÁTICA

Os esforços iniciados em 1990 em termos de alinhamento tecnológico do Sistema Informático Central (SIC) foram culminados em 1992 com a substituição do IBM 4381, tecnologicamente já obsoleto, por um equipamento IBM 9121, modelo 260. Com os dois CPU's actualmente existentes convenientemente alinhados do ponto de vista tecnológico, conseguiu-se atingir um dos objectivos principais quanto ao SIC: a separação física dos ambientes de Produção e de Desenvolvimento/Manutenção de Sistemas de Informação.

Prosseguiram as iniciativas de estabilização de bases metodológicas para a actividade de desenvolvimento de Sistemas de Informação, designadamente pela consolidação da figura de "Contrato de Desenvolvimento" e pela definição explícita das características a respeitar na produção da respectiva documentação. No âmbito da Produção Estabilizada de Sistemas de Informação, encetaram-se esforços sistemáticos de monitorização explícita de Condições de Serviço, ensaiando-se um vasto leque de parâmetros de controlo, visando a criação das bases mais adequadas para o futuro estabelecimento de "Contratos de Serviço". Simultaneamente, lançaram-se as primeiras iniciativas estruturadas no âmbito da "Gestão de Problemas".

Efectuou-se um estudo de Revisão de Segurança Informática, que conduziu à identificação de um conjunto de acções a desencadear a curto, médio e longo prazo no sentido de consolidar a Segurança de Informação no Banco de Portugal.

Foram iniciados em 1992 doze projectos de desenvolvimento de Sistemas de Informação, a acrescer aos quinze transitados de 1991, tendo sido concluídos

sete. Foram executadas 226 acções de manutenção sobre aplicações em produção; 54 acções de índole organizacional sobre equipamentos; 210 acções de criação/remodelação/reimpressão de impressos; 1 587 acções de apoio ao Utilizador em auto-desenvolvimento e auto-serviço; e 13 946 pedidos de trabalho (dos quais 67% sujeitos a calendarização prévia) com intervenção directa da Operação do SIC.

De uma forma geral, a actividade do Banco continuou a pautar-se de muito perto pelo Plano Estratégico do Sistema de Informação (PESI 1990-93). Continua a considerar-se como francamente bom o grau de cumprimento dos objectivos estabelecidos, embora do ponto de vista dos projectos de desenvolvimento de sistemas de informação se tenha verificado uma baixa no índice de execução de 80-85% em 1991 para cerca de 75% em 1992. Esta baixa foi devida ao arrastamento da fase de conclusão de vários projectos, ao longo de 1992, por razões diversas, com os correspondentes efeitos de impossibilidade de lançamento de novos projectos por falta de recursos humanos disponíveis.

5. ACTIVIDADE DE CONTENCIOSO E DE CONSULTA JURÍDICA

As funções desempenhadas nesta matéria centraram-se nas áreas da consulta jurídica e da representação forense do Banco.

No respeitante à consulta jurídica, foi no âmbito do direito económico e financeiro que o Banco teve de se pronunciar mais frequentemente, quer sobre casos e problemas jurídicos concretos, quer sobre projectos de diplomas legais de índole diversa.

Cumpre destacar, porém, a participação nos trabalhos preparatórios da nova "lei bancária", o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, que foi publicado no último dia do ano.

Conduziu a resultados satisfatórios a defesa dos interesses do Banco, empreendida nos foros civil, laboral e administrativo, tendo-se verificado neste último uma significativa diminuição dos recursos interpostos contra actos do Banco.

O Banco continuou a colaborar na elaboração de projectos legislativos visando a adaptação do ordenamento jurídico nacional ao direito comunitário.

6. INSTALAÇÕES

Reformulou-se o projecto-base do Novo Edifício Sede do Banco, tendo em atenção as incidências que resultam do projecto "VALORA".

Iniciou-se o projecto do Complexo do Carregado.

Beneficiaram-se os edifícios da Delegação Regional do Funchal e das Agências de Coimbra, Faro e Leiria e remodelou-se o edifício do refeitório do Rossio.

Começaram-se também obras de adaptação da moradia da Quinta da Fonte Santa a Centro de Formação.

7. VIGILÂNCIA E SEGURANÇA

Concluiu-se a renovação dos equipamentos de segurança instalados nos edifícios do Banco.

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

8. AUDITORIA INTERNA

No ano de 1992 dedicou-se especial atenção à criação de uma metodologia de acompanhamento de projectos de informação, informáticos ou não, em desenvolvimento no Banco, com o objectivo não só de verificar a existência de pistas de auditoria nos projectos, mas também de avaliar os procedimentos previstos quanto à integridade, segurança e recuperação dos sistemas bem como os respectivos factores críticos de funcionamento.

Quanto à actividade corrente foram efectuadas as acções de auditoria programadas, de âmbito departamental e operacional, as conferências de valores e outras acções especialmente solicitadas ou de sua iniciativa, nomeadamente informações, averiguações e inquéritos, de natureza técnica ou disciplinar, actividade que se estende a todos os departamentos e serviços da Sede, Filial, Delegações Regionais e Agências.

9. REVISTA INTERNA DO BANCO

Ao longo do ano, a Revista Interna pôde contar com um número crescente de colaborações, e deu uma colaboração marcante à Associação Portuguesa de Comunicação de Empresa, quer através de trabalhos conjuntos com o Departamento de Comunicação Social da Universidade Nova de Lisboa no domínio da comunicação empresarial, quer representando aquela Associação na **Federation of European Industrial Editors Associations.**

10. RELAÇÕES COM OS ÓRGÃOS DE INFORMAÇÃO

Durante o ano realizaram-se encontros com os órgãos de informação para divulgação de aspectos relevantes da política económica, em particular no referente às políticas monetária e cambial, destacando-se as conferências de imprensa para apresentação do Relatório Anual de 1991 e para o anúncio da liberalização dos movimentos de capitais. Foi igualmente debatido com a imprensa o 2.º Encontro de Lisboa entre Delegações de Portugal e dos PALOP à Assembleia do FMI/BM.

De um modo geral, o Banco procurou melhorar o esclarecimento da opinião pública nas matérias que são da sua competência.

V — BALANÇO E CONTAS

Em 1 de Janeiro de 1992, entrou em vigor o novo Plano de Contas para o Banco de Portugal, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 23/93, de 27 de Janeiro.

Este novo Plano pretende responder, na medida do possível, às alterações que se têm vindo a verificar na actividade bancária e financeira com implicações na área contabilística do Banco e, em termos prospectivos, aos efeitos da criação do Sistema Europeu de Bancos Centrais.

De entre as alterações de natureza estrutural introduzidas pelo novo Plano, salientam-se as seguintes:

— Embora a ordem e o âmbito das classes se mantenham inalterados, a sua organização interna, nomenclatura e terminologia foram modificadas, procurando-se, sempre que possível, uma aproximação aos bancos centrais da CE;

— Foi adoptada uma estrutura classificativa semelhante à do actual Plano de Contas para o Sistema Bancário.

Deste modo, procedeu-se ao necessário reagrupamento, segundo a nova estrutura, das contas referentes ao ano de 1991, a fim de possibilitar, em 31 de Dezembro de 1992, a análise comparativa dos respectivos saldos.

1. Balanço

1.1 Balanço e notas explicativas

A situação patrimonial do Banco, referida a 31 de Dezembro de 1992, encontra-se explicitada no seu Balanço, que a seguir se insere. Incluem-se também algumas referências explicativas visando o esclarecimento do conteúdo de contas não mencionadas noutros capítulos deste Relatório.

BALANÇO DO BANCO DE PORTUGAL

ACTIVO	1992	1991
Ouro	761 315 028 379$10	687 706 288 701$00
Activos sobre o exterior		
Depósitos e outras aplicações	360 269 609 803$30	585 465 671 179$40
Títulos estrangeiros	2 014 063 966 723$00	1 732 796 572 414$20
Instituições internacionais		
Fundo Monetário Internacional		
Posição de reserva	46 070 503 880$00	36 373 710 041$00
Direitos de saque especiais	6 767 177 656$50	13 100 533 141$90
Fundo Europeu de Cooperação Monetária		
ECU oficiais	310 226 165 168$00	354 990 885 205$50
Ouro e divisas a receber do FECOM	339 555 393 877$90	309 653 250 304$40
Outros organismos internacionais	69 471 391 021$80	39 024 963 107$60
Crédito interno		
Crédito às instituições financeiras		
Desconto e redesconto	8 777 240 733$00	10 998 107 301$10
Créditos com caução	1 625 000 000$00	2 050 000 000$00
Acordos de recompra		139 276 000 000$00
Crédito ao Estado		
C/correntes do Tesouro Público e das Regiões Autónomas	3 668 274 531$50	226 636 991 738$90
Moeda metálica nacional em Caixa	4 952 069 146$50	6 579 686 667$00
Títulos nacionais		
Obrigações de emissores públicos	296 676 644 952$50	48 468 461 311$30
Participações financeiras	7 937 865 000$00	7 462 865 000$00
Outros títulos nacionais	14 527 234 000$00	14 527 234 000$00
Cheques e outros valores a cobrar	41 110 889 870$50	39 596 965 234$50
Imobilizações	13 851 742 607$00	12 714 369 539$40
Outros activos	119 246 818 491$30	83 052 004 985$80
Prejuízo do exercício	9 843 229 588$00	
	4 429 956 245 429$90	4 350 474 559 873$00

CONTAS EXTRAPATRIMONIAIS	
Compromissos perante terceiros	3 146 287 060$30
Operações cambiais e de taxas de juro - compras	31 689 401 824$00
Operações cambiais e de taxas de juro - vendas	31 561 958 022$60
Depósito e guarda de valores	2 489 387 896 872$30
Outras contas extrapatrimoniais	705 270 295 099$80

EM 31 DE DEZEMBRO DE 1992

PASSIVO	1992	1991
Notas em circulação	761 884 500 500$00	736 186 797 200$00
Responsabilidades para com o exterior		
Instituições de crédito no estrangeiro	1 068 478 959$40	320 731 967$00
Instituições internacionais		
Fundo Monetário Internacional		
Atribuição de direitos de saque especiais	10 759 549 440$00	10 234 294 120$00
Fundo Europeu de Cooperação Monetária - ECU a entregar	310 226 165 168$00	354 990 885 205$50
Outras instituições internacionais	680 590 895$00	127 540 489$00
Outros não residentes	1 176 172 894$00	1 171 914 548$00
Responsabilidades para com residentes		
Depósitos de residentes - moeda nacional		
Depósitos de IC e sociedades financeiras	1 983 851 922 623$80	1 929 685 182 633$10
Depósitos do sector público	6 508 889 798$60	20 210 974 311$90
Outras responsabilidades para com residentes		
Aplicações das IC e sociedades financeiras	381 428 000 000$00	81 000 000 000$00
Aplicações do Tesouro Público	567 454 575 581$70	828 356 033 142$70
Responsabilidades diversas para com residentes	32 281 043 558$40	33 807 827 304$70
Flutuação de valores	67 775 011 509$50	1 975 908 381$40
Contas de regularização	121 760 533 446$60	96 497 906 371$80
Provisões	72 070 000$00	72 038 480 000$00
Reservas	182 828 741 054$90	182 618 405 268$60
Capital	200 000 000$00	200 000 000$00
Lucro do exercício		1 051 678 929$30
	4 429 956 245 429$90	4 350 474 559 873$00

O DIRECTOR DO DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
E CONTROLO ORÇAMENTAL
Vítor Manuel Antunes

O ouro encontra-se valorizado ao preço de 323,00 dólares dos EUA por uma onça troy de ouro fino, em conformidade com o artigo 1.º do Decreto-Lei n.º 229-H/88, de 4 de Julho.

Em 31 de Dezembro de 1992, as reservas de ouro, de cerca de 499,538 toneladas de ouro fino, estão escrituradas a 1 524$036 30 por grama de ouro fino.

A moeda estrangeira encontra-se valorizada aos câmbios do Banco de Portugal relativos ao último dia útil do mês de Dezembro.

A rubrica *Depósitos e outras aplicações* representa as disponibilidades sobre não residentes, exigíveis a curto prazo, quer em moeda nacional quer em moeda estrangeira.

A rubrica *Títulos estrangeiros* incorpora:

— Aplicações de curto prazo em títulos	1 998 374 596 032$00
— Aplicações de médio e longo prazos em títulos de organismos financeiros internacionais	15 688 862 000$00
— Participação no SWIFT	508 691$00
	2 014 063 966 723$00

A rubrica *Fundo Monetário Internacional - Posição de reserva* representa a posição activa líquida perante o FMI, reflectindo a situação das seguintes contas:

	SDR	ESCUDOS
— Quota no FMI — Direitos de saque especiais	137 647 952.16	27 776 243 474$00
— Quota no FMI — Moeda nacional	419 952 047.84	84 742 926 758$00
		112 519 170 232$00
— Depósitos e c/correntes do FMI — MN		
Conta n.º 1		39 693 299 934$00
Conta n.º 2		554 113$00
Promissórias		25 000 000 000$00
— Ajustamento dos haveres do FMI a regularizar		1 754 812 305$00
		66 448 666 352$00

A rubrica *Direitos de saque especiais* representa 33 535 411 direitos de saque especiais, unidade de conta do Fundo Monetário Internacional.

A rubrica *ECU oficiais* expressa o contravalor em escudos de 1 745 196 698,74 ECU, que constituem a contrapartida do ouro e dos dólares entregues ao FECOM, nos termos do contrato de *swap* estabelecido com aquele organismo financeiro.

O rubrica *Ouro e divisas a receber do FECOM* releva 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)	124 886 696,91	190 331 859 477$90
— Em dólares dos EUA	1 016 800 000,00	149 223 534 400$00
		339 555 393 877$90

A rubrica *Outros organismos internacionais,* em que se salientam os *Depósitos à ordem no BRI - ME,* no montante de 67 259 080 263$80, regista, também, a participação do Banco no capital deste organismo internacional, constituída por 8 000 acções (com 25 por cento do capital realizado), do valor nominal global de 20 000 000,00 francos suíços-ouro a que corresponde a importância de 2 212 310 758$00.

A rubrica *C/correntes do Tesouro Público e das Regiões Autónomas* apresenta o saldo da conta-corrente da Região Autónoma da Madeira, aberta pelo Banco nos termos do artigo 26.º da sua Lei Orgânica.

Do agregado TÍTULOS NACIONAIS destaca-se a rubrica *Obrigações de emissores públicos* com a seguinte composição:

Designação dos títulos	Quantidade	Valor Nominal	Custo médio de aquisição	Valor de aquisição
OBRIGAÇÕES DO TESOURO — MÉDIO E LONGO PRAZOS				
Obrigações da dívida externa portuguesa — 3% — 1.ª série	2	£40.00	4 838$70	9 677$40
Obrigações do consolidado 2 3/4% — 1943	279 597	279 597 000$00	999$87	279 560 020$00
Obrigações do consolidado 3% — 1942	485 189	485 189 000$00	995$26	482 887 648$80
Obrigações do consolidado 3 1/2% — 1941	58 007	58 007 000$00	1 000$00	58 007 000$00
Obrigações do consolidado centenários 4% — 1940	26 799	53 598 000$00	1 810$16	48 510 606$30
Obrigações do Tesouro 1977 — Nacionalizações e Expropriações	1 823 606	1 823 606 000$00	1 000$00	1 823 606 000$00
Obrigações do Empréstimo Interno Amortizável				
— Dec.-Lei 114/88 — TBDBP	13 060	1 306 000 000$00	100 000$00	1 306 000 000$00
Obrigações do Empréstimo Interno Amortizável				
— Lei 2/92, de 9 de Março	24 838 497	248 384 970 000$00	10 000$00	248 384 970 000$00
Obrigações do Bicentenário do 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
OBRIGAÇÕES DA REGIÃO AUTÓNOMA DA MADEIRA				
Obrigações do Empréstimo Interno Amortizável				
— Dec.-Lei 187/81, de 2 de Julho e Portaria de 90-12-22	41 997 374	41 997 374 000$00	1 000$00	41 997 374 000$00
				296 676 644 952$50

Na rubrica *Participações financeiras* (parcialmente cobertas por provisões), destaca-se a *Participação na Finangeste,* no montante de 7 302 500 000$00.

A rubrica *Outros títulos nacionais* regista o valor de 14 527 234 títulos de participação na Petrogal, no valor nominal de 1 000$00 cada.

Do agregado CHEQUES E OUTROS VALORES A COBRAR, salientam-se os *Cheques do Tesouro Público a cobrar*, no montante de 41 051 662 321$00.

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

	Activo	Amortizações	Activo Líquido
TERRENOS E CONSTRUÇÕES			
Terrenos	876 598 961$00		876 598 961$00
Construções	4 094 258 520$00	726 712 572$00	3 367 545 948$00
Prédios afectos a obras sociais	318 905 114$00	11 935 007$00	306 970 107$00
EQUIPAMENTO			
Mobiliário e material	974 212 897$00	541 696 004$00	432 516 893$00
Máquinas e ferramentas	1 767 996 244$00	962 328 117$00	805 668 127$00
Equipamento informático	3 499 745 895$00	1 703 890 632$00	1 795 855 263$00
Instalações	3 307 528 669$00	1 662 652 168$00	1 644 876 501$00
Viaturas	363 935 834$00	199 526 678$00	164 409 156$00
PATRIMÓNIO ARTÍSTICO E MUSEOLÓGICO	352 990 251$00		352 990 251$00
OUTRAS IMOBILIZAÇÕES			
Corpóreas	519 572 281$00	368 902 877$00	150 669 404$00
Incorpóreas	18 241 367$00	16 949 151$00	1 292 216$00
	16 093 986 033$00	6 194 593 206$00	9 899 392 827$00

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

TERRENOS E CONSTRUÇÕES	
Terrenos	929 218 941$50
Construções	1 974 663 330$80
Prédios afectos a obras sociais	270 243 922$50
EQUIPAMENTO	
Mobiliário e material	9 559 292$00
Máquinas e ferramentas	1 559 388$00
Equipamento informático	8 662 293$00
Instalações	705 160 002$20
Viaturas	15 601 308$00
PATRIMÓNIO ARTÍSTICO E MUSEOLÓGICO	8 160 000$00
OUTRAS IMOBILIZAÇÕES	
Corpóreas	29 521 302$00
	3 952 349 780$00

O agregado OUTROS ACTIVOS reflecte a situação das seguintes contas:

— Créditos e títulos s/o exterior vencidos	13 837 171 654$00
— Devedores e outros valores activos	15 804 047 791$10
— Crédito interno e títulos nacionais vencidos	273 657 512$50
— Contas interdepartamentais	8 769 629$00
— Proveitos a receber	31 201 996 454$00
— Despesas com custo diferido	9 349 642 204$50
— Outras contas de regularização	12 582 054 723$30
— Contas internas	37 308 136 035$40
— Provisões p/crédito interno e outros activos sobre residentes	(1 118 657 512$50)
	119 246 818 491$30

*

No PASSIVO, a rubrica *Instituições de crédito no estrangeiro* compreende os saldos das seguintes contas:

— Depósitos à ordem de instituições de crédito no estrangeiro — moeda nacional	617 125 473$00
— Outras responsabilidades de c/prazo — Inst. créd. estrangeiro — moeda nacional	451 353 486$40
	1 068 478 959$40

A rubrica *Atribuição de direitos de saque especiais* representa a responsabilidade perante o Fundo Monetário Internacional decorrente das atribuições, no total de 53 320 000, de direitos de saque especiais.

A rubrica *Fundo Europeu de Cooperação Monetária - ECU a entregar* representa a contrapartida da rubrica do Activo *ECU oficiais*.

A rubrica *Outras instituições 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	353 899 473$00
— Banco Africano de Desenvolvimento	10 597 323$00
— Fundo Africano de Desenvolvimento	207 571 225$00
— Banco Europeu de Investimentos	81 869 168$00
— Banco de Pagamentos Internacionais	5 049 705$00
— Banco Interamericano de Desenvolvimento	21 604 001$00
	680 590 895$00

Na rubrica *Outros não residentes*, onde são registadas as responsabilidades para com outras entidades não incluídas nas rubricas anteriormente referidas, salienta-se o saldo da conta de depósitos à ordem em escudos da Comissão das Comunidades Europeias, no montante de 1 149 499 601$00.

A sub-rubrica *Depósitos de instituições de crédito e sociedades financeiras* regista não só os depósitos à ordem como os depósitos obrigatórios, resultantes da aplicação de penalizações por incumprimento, por parte das IC, das normas de política monetária e cambial.

Na sub-rubrica *Depósitos do sector público* inclui-se o saldo da conta da Junta do Crédito Público que, em 31 de Dezembro, era de 6 289 525 220$70.

A rubrica *Aplicações das instituições de crédito e das sociedades financeiras* representa as aplicações de liquidez efectuadas por aquelas entidades no Mercado Interbancário de Títulos.

Na rubrica *Aplicações do Tesouro Público*, incluem-se os saldos das seguintes contas:

— Tesouro Público - c/aplicação de bilhetes do Tesouro	436 810 734 285$00
— Tesouro Público - c/aplicação de recursos disponíveis	100 053 120 000$00
— Fundo de Regularização da Dívida Pública - c/n.º 1	28 493 591 072$20
— Fundo de Regularização da Dívida Pública - c/n.º 2	2 097 130 224$50
	567 454 575 581$70

Da rubrica *Responsabilidades diversas para com residentes*, salientam-se os saldos das contas *Outras responsabilidades para com residentes*, onde são registadas as responsabilidades para com terceiros, cuja movimentação se processa de acordo com normas específicas, na importância de 11 235 338 419$20 e *Exigibilidades diversas - moeda nacional*, onde são registados os valores cobrados por conta de outrem ou as responsabilidades do Banco a liquidar em períodos definidos, na importância de 21 042 658 579$30.

O agregado CONTAS DE REGULARIZAÇÃO inclui os saldos das seguintes contas:

— Custos a pagar	60 772 989 443$40
— Receitas com proveitos diferidos	210 319 168$20
— Contas internas	37 208 376 481$90
— Outras contas de regularização	23 568 848 353$10
	121 760 533 446$60

O agregado RESERVAS engloba:

— Reserva legal	6 226 067 591$20
— Reserva de reavaliação do ouro	167 650 282 296$80
— Outras reservas	8 952 391 166$90
	182 828 741 054$90

1.2 Análise do balanço

Conforme se pode observar no quadro-síntese apresentado a seguir, o balanço do Banco registou uma variação global positiva de 79 481 milhares de contos em relação a 1991, ou seja, um aumento de 1,8 por cento.

Milhares de contos

	1991	1992	Variação
ACTIVO			
Ouro	687 706	761 315	+73 609
Depósitos e outras aplicações	585 466	360 270	-225 196
Títulos estrangeiros	1 732 797	2 014 064	+281 267
Posição de reserva no Fundo Monetário Internacional	36 374	46 071	+9 697
Direitos de saque especiais	13 101	6 767	-6 334
ECU oficiais	354 991	310 226	-44 765
Ouro e divisas a receber do FECOM	309 653	339 555	+29 902
Outros organismos internacionais	39 025	69 471	+30 446
Crédito às instituições financeiras	152 324	10 402	-141 922
Crédito ao Estado	233 217	8 620	-224 597
Títulos Nacionais	70 458	319 142	+248 684
Cheques e outros valores a cobrar	39 597	41 111	+1 514
Outros valores activos	95 766	133 099	+37 333
Prejuízo do exercício	.	9 843	+9 843
Total	4 350 475	4 429 956	+ 79 481
PASSIVO			
Notas em circulação	736 187	761 884	+25 697
Instituições de crédito no estrangeiro	321	1 068	+747
Atribuição de direitos de saque especiais	10 234	10 760	+526
Fundo Europeu de Cooperação Monetária - - ECU a entregar	354 991	310 226	-44 765
Depósitos de outros não residentes	1 300	1 857	+557
Depósitos de IC e sociedades financeiras	1 929 685	1 983 852	+54 167
Depósitos do sector público	20 211	6 509	-13 702
Aplicações das IC e sociedades financeiras	81 000	381 428	+300 428
Aplicações do Tesouro Público	828 356	567 455	-260 901
Responsabilidades diversas para com residentes	33 808	32 281	-1 527
Outros valores passivos	98 474	189 535	+91 061
Provisões	72 038	72	-71 966
Capital e Reservas	182 818	183 029	+211
Lucro do exercício	1 052	.	-1 052
Total	4 350 475	4 429 956	+ 79 481

De entre as principais variações, salientam-se as seguintes:

— Do lado do ACTIVO:

— A rubrica *Ouro* regista um acréscimo de 73 609 milhares de contos devido à aquisição de 7,517 toneladas de ouro fino destinadas à reposição integral dos montantes que haviam sido investidos na Drexel Burnham Lambert Trading Corporation - Nova Iorque e, principalmente, à variação cambial do dólar, moeda que constitui o preço-base da sua valorização;

— A diminuição da rubrica *Depósitos e outras aplicações*, em 225 196 milhares de contos, reflecte a política de gestão de reservas, que tem continuado a privilegiar as aplicações em títulos estrangeiros negociáveis;

— A rubrica *Títulos estrangeiros* assinala um incremento de 281 267 milhares de contos, reflectindo a citada preferência pelas aplicações em títulos estrangeiros de curto prazo;

— O agregado CRÉDITO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS apresenta um decréscimo de 141 922 milhares de contos, em consequência de uma diminuição, em relação ao ano anterior, da procura de crédito pelas Instituições junto do Banco de Portugal, com principal efeito nas operações com acordo de recompra, o que reflecte a situação do mercado monetário em 31 de Dezembro;

— O CRÉDITO AO ESTADO regista uma contracção de 224 597 milhares de contos como reflexo do encerramento da conta gratuita aberta pelo Banco a favor do Estado, efectuado nos termos do artigo 58.º da Lei n.º 2/92, de 9 de Março;

— O incremento em 248 208 milhares de contos da rubrica *Obrigações de emissores públicos*, integrada no agregado TÍTULOS NACIONAIS, justifica-se pelo aumento da conta *Títulos da Dívida Pública Portuguesa — Obrigações do Tesouro* e relaciona-se com o referido encerramento da conta gratuita, cujo saldo foi regularizado em 31 de Dezembro.

— Do lado do PASSIVO:

— A rubrica *Aplicações das IC e sociedades financeiras* regista um acréscimo de 300 428 milhares de contos, reflectindo, principalmente, o aumento verificado nas aplicações em Títulos de Regularização Monetária;

— O decréscimo de 260 901 milhares de contos, verificado na rubrica *Aplicações do Tesouro Público*, justifica-se pela contracção registada na conta *Aplicação de Bilhetes do Tesouro* (-356 milhões de contos) parcialmente compensada com o saldo da nova conta *Tesouro Público — c/aplicação de recursos disponíveis*, no montante de 100 milhões de contos;

— O agregado OUTROS VALORES PASSIVOS regista um acréscimo de 91 061 milhares de contos reflectindo, principalmente, a flutuação do *stock* do ouro;

— O decréscimo de 71 966 milhares de contos apresentado na rubrica *Provisões* reflecte a utilização, a título de reposição, para cobertura parcial do prejuízo apurado no exercício de 1992, dos saldos das contas *Provisão para riscos gerais de crédito* e *Provisão para riscos de flutuação de câmbios.*

Estas contas, cujos saldos em 1986 atingiam os valores, respectivamente, de 36 820 e 261 082 milhares de contos, correspondem a provisões constituídas para cobertura de eventuais desequilíbrios dos resultados do Banco.

A política de estabilização monetária interna e solvabilidade externa, executada pelo Banco de Portugal tendo em conta as orientações do Governo, conduziu, nos últimos anos, ao significativo aumento do custo da sua intervenção, quer no que toca à remuneração das reservas obrigatórias, quer na absorção de liquidez potencialmente excedentária. Deste modo, teriam sido apurados a partir de 1988 resultados negativos, o que ocasionou a sucessiva utilização das citadas provisões, levando ao seu esgotamento integral em 1992.

Esta situação, que implica a indisponibilidade do Banco para, a partir de agora, acorrer à cobertura de prejuízos, resulta também do facto de a situação líquida do Banco ter sido negativamente afectada pela transferência para o Estado, entre 1977 e 1991, a vários títulos, de mais de dois mil milhões de contos a preços de 1992.

A relação entre a emissão monetária do Banco e os respectivos activos de cobertura, de acordo com o disposto nos artigos 15.º a 17.º da Lei Orgânica, é evidenciada no quadro seguinte. A taxa de cobertura da emissão registou uma evolução positiva de 5,9 por cento, traduzindo a consolidação das variações registadas nas Reservas cambiais líquidas (+9,2%) e nas Outras garantias da emissão (-2,7%).

	31/12/91	31/12/92	Variação da taxa de cobertura da emissão monetária %
Notas em circulação	736 187	761 884	
Responsabilidades para com o exterior — MN	1 620	2 474	
Responsabilidades para com residentes — MN	2 812 058	2 590 094	
Emissão monetária do Banco (A)	3 549 865	3 354 452	
Ouro (1)	687 706	761 315	+3,3
Activos sobre o exterior			
Depósitos e outras aplicações	585 466	360 270	-5,8
Títulos estrangeiros	1 732 797	2 014 064	+11,2
Instituições internacionais			
FMI — Posição de reserva	36 374	46 071	+0,3
Direitos de saque especiais	13 100	6 767	-0,2
FECOM — ECU oficiais	354 991	310 226	-0,8
Outros organismos internacionais	39 025	69 471	+1,0
	2 761 753	2 806 869	
Responsabilidade em moeda estrangeira	-2	-454	
(2)	2 761 751	2 806 415	+5,9
Reservas cambiais líquidas (1+2) (B)	3 449 457	3 567 730	+9,2
Crédito às instituições financeiras	152 324	10 402	-4,0
Crédito ao Estado	233 217	8 620	-6,3
Títulos nacionais	70 458	319 142	+7,5
Cheques e outros valores a cobrar	39 597	41 111	+0,1
Outras garantias da emissão (C)	495 596	379 275	-2,7
Reservas e outras garantias da emissão (B+C)	3 945 053	3 947 005	+6,5
Excesso de cobertura da emissão (B+C-A)	395 188	592 553	
Atribuição cumulativa de direitos de saque especiais	10 234	10 760	
EXCESSO	384 954	581 793	
Taxa de cobertura da emissão monetária $\left(\frac{B+C}{A}\right)$	1,111	1,177	+5,9

2. Resultados

2.1 Demonstração de resultados do exercício

O apuramento de resultados do Banco reportado a 31 de Dezembro de 1992 encontra-se reflectido na "Demonstração de resultados do exercício", que se insere seguidamente.

DÉBITO			IMPORTÂNCIA
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS			393 649 238 941$90
De responsabilidades para com o exterior		741 312 984$50	
De responsabilidades internas		392 907 925 957$40	
De depósitos de instituições de crédito no País	177 591 032 899$90		
De aplicações liquidez instituições de crédito no País	72 661 914 367$00		
De aplicações do sector público administrativo	142 654 978 690$50		
COMISSÕES E OUTROS CUSTOS BANCÁRIOS			5 979 617 390$80
Bonificações de taxa de juro		5 504 502 349$00	
Comissões e outros custos bancários		475 115 041$80	
PREJUÍZOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS			1 267 312 431 631$90
Operações cambiais e de ouro		1 266 568 186 437$70	
Operações s/ outros activos s/ exterior		744 245 194$20	
CUSTOS C/ EMISSÃO E AMORTIZAÇÃO DE NOTAS			25 684 195$40
GASTOS GERAIS ADMINISTRATIVOS			19 624 768 265$00
Custos com pessoal		14 527 490 668$00	
Remuneração dos órgãos de administração e fiscalização	94 432 987$00		
Remuneração de empregados	8 413 131 802$60		
Encargos sociais obrigatórios	4 946 821 944$50		
Encargos sociais facultativos	684 844 584$00		
Outros custos com pessoal	388 259 349$90		
Fornecimentos de terceiros		575 275 793$00	
Serviços de terceiros		2 784 432 334$20	
Amortizações do exercício		1 575 828 494$00	
Provisões		11 903 651$00	
Impostos		32 152 845$00	
Outros custos e prejuízos		117 684 479$80	
PERDAS EXTRAORDINÁRIAS			6 330 915 078$20
IMPOSTOS S/ LUCROS DO EXERCÍCIO			1 104 514$00
TOTAL			1 692 923 760 017$20

CRÉDITO		IMPORTÂNCIA
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS		258 085 312 297$70
De operações de ouro	353 128 420$10	
De operações com o exterior	241 111 418 396$30	
De financiamento às instituições de crédito no País	4 172 499 111$70	
De títulos nacionais	11 610 838 998$00	
Outros juros	837 427 371$60	
RENDIMENTO DE TÍTULOS		1 521 343 274$00
LUCROS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS		1 350 791 347 889$60
Operações cambiais e ouro	1 331 780 238 227$30	
Operações s/ outros activos s/ exterior	19 011 109 662$30	
REPOSIÇÃO DE PROVISÕES		71 979 711 461$80
COMISSÕES E OUTROS PROVEITOS E LUCROS		226 659 288$70
GANHOS EXTRAORDINÁRIOS		476 156 217$40
RESULTADO DO EXERCÍCIO		9 843 229 588$00
TOTAL		1 692 923 760 017$20

O DIRECTOR DO DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
E CONTROLO ORÇAMENTAL
Vítor Manuel Antunes

2.2 Análise da demonstração de resultados do exercício

O Resultado negativo de 9 843,2 milhares de contos no exercício de 1992 representa uma diminuição de 10 894,9 milhares de contos em relação a 1991.

Este resultado é já consequência da dedução da verba de 71 979,7 milhares de contos — respeitante a provisões utilizadas — ao resultado de exploração negativo de 81 822,9 milhares de contos.

O citado resultado de exploração traduz, essencialmente, o efeito do diferencial entre as taxas internas e externas de remuneração da liquidez, embora compensadas pelas diferenças cambiais positivas de 65 212 milhares de contos.

O quadro "Síntese comparativa de resultados", que se segue, reflecte a evolução dos principais componentes da "Demonstração de resultados do exercício" nos anos de 1991 e 1992.

No âmbito dos PROVEITOS E GANHOS, onde se assinala um aumento global de 547 229,9 milhares de contos, são de sublinhar as seguintes variações principais:

— Acréscimo de 54 511,2 milhares de contos nos *Juros e proveitos equiparados*, devido essencialmente aos ganhos obtidos em aplicações de curto prazo em moeda estrangeira, em depósitos e em títulos;

— Acréscimo de 544 961,09 milhares de contos nos *Lucros em operações financeiras*, devido, fundamentalmente, ao aumento de 531 853,10 milhares de contos nos *Lucros e diferenças de reavaliação da posição cambial à vista*, o qual, confrontado com o valor da rubrica homóloga de CUSTOS, revela, em termos líquidos, uma variação positiva de perto de 65 212 milhares de contos;

No âmbito dos CUSTOS E PERDAS, que registaram um aumento global de 558 124,8 milhares de contos, são de assinalar as seguintes alterações:

— Acréscimo de 97 997,7 milhares de contos nos *Juros e custos equiparados*, reflectindo, principalmente os aumentos verificados nas remunerações das disponibilidades em depósitos e aplicações das IC no País (+52,6 milhões de contos) e nas remunerações das contas de aplicação do Tesouro Público (+47,6 milhões de contos);

— Aumento assinalável dos *Prejuízos em operações financeiras*, no montante de 458 245,32 milhares de contos, resultante, essencialmente, do acréscimo, de 470 976,97 milhares de contos, verificado nos *Prejuízos e diferenças de reavaliação da posição cambial à vista,* o que deverá ser consolidado com a rubrica homóloga de *Lucros em operações financeiras*.

SÍNTESE COMPARATIVA DE RESULTADOS

	1991	1992	Diferença Valor	%
PROVEITOS E GANHOS				
JUROS E PROVEITOS EQUIPARADOS	203 574.1	258 085.3	+54 511.2	+26,78
RENDIMENTO DE TÍTULOS	5 513.3	1 521.3	-3 992.0	-72,41
LUCROS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS	805 830.2	1 350 791.3	+544 961.1	+67,63
REPOSIÇÃO DE PROVISÕES	118 646.4	71 979.7	-46 666.7	-39,33
COMISSÕES E OUTROS PROVEITOS E LUCROS	338.0	226.7	-111.3	-32,94
GANHOS EXTRAORDINÁRIOS	1 948.6	476.2	-1 472.4	-75,56
TOTAL DE PROVEITOS E GANHOS	1 135 850.6	1 683 080.5	+547 229.9	+48,18
CUSTOS E PERDAS				
JUROS E CUSTOS EQUIPARADOS	295 651.5	393 649.2	+97 997.7	+33,15
COMISSÕES E OUTROS CUSTOS BANCÁRIOS	5 994.7	5 979.6	-15.1	-0,25
PREJUÍZOS EM OPERAÇÕES FINANCEIRAS	809 067.1	1 267 312.4	+458 245.3	+56,64
CUSTOS C/ EMISSÃO E AMORTIZAÇÃO NOTAS	985.6	25.7	-959.9	-97,39
GASTOS GERAIS ADMINISTRATIVOS	16 865.3	19 624.8	+2 759.5	+16,36
PERDAS EXTRAORDINÁRIAS	6 233.9	6 330.9	+97.0	+1,56
IMPOSTOS SOBRE LUCROS DO EXERCÍCIO	0.8	1.1	+0.3	+40,75
TOTAL DE CUSTOS E PERDAS	1 134 798.9	1 692 923.7	+558 124.8	+49,18
RESULTADO DO EXERCÍCIO	1 051.7	-9 843.2	-10 894.9	

3. Proposta de cobertura do resultado

De acordo com o estipulado no n.º 2 do artigo 63.º da Lei Orgânica do Banco, o Resultado do exercício de 1991, na importância de 1 051 678 929$30, foi distribuído da seguinte forma:

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

Apresentando a Conta de Resultados, no exercício de 1992, o resultado negativo de 9 843 229 588$00 e sendo a Lei Orgânica do Banco de Portugal omissa sobre a forma de cobertura de prejuízos, propõe-se que esse resultado transite para o exercício seguinte, aguardando oportunidade de compensação.

Lisboa, 18 de Março de 1993

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O GOVERNADOR

Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza

OS VICE-GOVERNADORES

António Carlos Feio Palmeiro Ribeiro

António Mendo Castel-Branco Borges

OS ADMINISTRADORES

José de Matos Torres

António José de Castro Bagão Félix

Abel Moreira Mateus

José António Cardoso Veloso

Bernardino Manuel da Costa Pereira

VI — RELATÓRIO E PARECER DO CONSELHO DE AUDITORIA

De acordo com o estipulado na alínea *c*) do n.º 1 do artigo 54.º da Lei Orgânica do Banco de Portugal, o Conselho de Auditoria 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 1992, documentos que lhe foram presentes depois de aprovados em sessão do Conselho de Administração de 18 de Março de 1993.

1. O ano de 1992 foi uma data simbólica no processo de integração europeia, por representar o patamar do acesso ao mercado único europeu.

Houve assim que dar execução às condições necessárias para a instauração desse mercado, e à liberalização, interna e externa, que o mesmo implica.

Durante o ano, foram transpostas para o direito interno as Directivas comunitárias de Coordenação Bancária n.º 77/780, do Conselho, de 12 de Dezembro de 1977, e n.º 89/646, do Conselho, de 15 de Dezembro de 1989, e a Directiva n.º 92/30, do Conselho, de 6 de Abril de 1992, relativa à supervisão das instituições de crédito em base consolidada, através do Decreto-Lei nº 298/92, de 31 de Dezembro (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras), aprovado no uso da autorização legislativa constante da Lei n.º 9/92, de 3 de Julho, que procedeu ainda à harmonização das condições de autorização e funcionamento das instituições de crédito portuguesas com as das restantes legislações comunitárias.

Anteriormente, o Decreto-Lei n.º 36/92, de 29 de Março, transpusera para a ordem interna a obrigatoriedade, para os bancos e outras instituições financeiras, de elaboração de contas consolidadas, por força da Directiva n.º 86/635, do Conselho, de 8 de Dezembro de 1986.

No âmbito da política monetária, o objectivo primordial foi a criação das melhores condições possíveis para a adesão do escudo ao Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu.

Na perspectiva da aceleração desse processo de adesão, o escudo integrou aquele mecanismo cambial em Abril de 1992, e em Dezembro, foi completada a liberalização dos movimentos de capitais, iniciada em Agosto do mesmo ano.

Paralelamente, a conta gratuita aberta pelo Estado no Banco de Portugal foi encerrada, nos termos do art.º 58.º da Lei n.º 2/92, de 9 de Março.

O contexto no qual o Banco de Portugal desenvolveu a sua actividade, durante 1992, foi marcado por profundas mudanças institucionais, por um lado, e, por outro, por sucessivos realinhamentos cambiais.

2. O acompanhamento do funcionamento do Banco foi, a exemplo dos anos anteriores, feito através da participação, sem direito de voto, dos membros do Conselho de Auditoria nas reuniões ordinárias semanais do Conselho de Administração, bem como através da documentação emitida pelos Departamentos do Banco e de informações obtidas junto do Conselho de Administração e dos Departamentos.

As contagens físicas de valores e de bens à guarda das dependências continuou a ser feita pelos respectivos responsáveis e pelo Departamento de Auditoria. Igualmente se realizaram as tradicionais contagens físicas de fim do ano, tendo o Conselho de Auditoria estado presente na realizada na sede em Lisboa.

Em obediência ao estipulado na Lei, o Conselho de Auditoria, nas suas reuniões ordinárias mensais ou extraordinárias, apreciou as comunicações que lhe foram transmitidas, elaborando sobre elas os documentos de trabalho adequados, e apreciou e analisou periodicamente a evolução da gestão do Banco, tudo conforme consta das respectivas actas.

Foram também sujeitos à apreciação e emissão de pareceres, por parte deste Conselho, o Relatório e Contas do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo relativos ao ano de 1991, bem como o orçamento desse Fundo para 1992, e o Relatório e Contas do Fundo Extraordinário de Ajuda à Reconstrução do Chiado (FEARC) relativos ao ano de 1991.

3. O Relatório do Conselho de Administração contém desenvolvida informação sobre o Balanço e Contas de 1992, que obedeceram ao novo Plano de Contas para o Banco de Portugal, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 23/93, de 27 de Janeiro, em vigor desde 1 de Janeiro de 1992.

O aspecto mais marcante desse Balanço e Contas é o do resultado do exercício, que acusa um saldo negativo de 9 843,2 milhões de escudos, consequente à dedução da verba de 71 979,7 milhões de escudos, relativa a provisões utilizadas, ao resultado de exploração negativo de 81 822,9 milhões de escudos.

Como afirma o mencionado Relatório, aquele resultado de exploração traduz, principalmente, o efeito do diferencial entre as taxas internas e externas da remuneração da liquidez, parcialmente compensada por diferenças cambiais positivas.

Mas não só, visto que o resultado da exploração é também um reflexo do enquadramento jurídico em que se processam as relações entre o Estado e o Banco de Portugal.

Ora, esse enquadramento tem variado significativamente nos últimos anos, e, em particular, após o ingresso de Portugal na Comunidade Europeia.

Torna-se, assim, difícil, se não impossível confrontar — e, muito menos adicionar — os valores transferidos pelo Banco Central para o Estado. Deve reconhecer-se, isso sim, que as condições de funcionamento do Banco de Portugal, especialmente desde 1988, têm reduzido a sua capacidade para realizar essas transferências, que não é a finalidade da sua gestão, face aos compromissos assumidos no âmbito do processo de integração no Sistema Monetário Europeu.

Assim torna-se necessário que o Estado regularize a situação que o enquadramento actual criou ao Banco no exercício em apreço, devendo também, e principalmente, estabelecer esse relacionamento por forma não só a não permitir a repetição dessa situação, como também em modalidade mais de acordo com aquele desiderato.

Em conformidade com o exposto, considera o Conselho de Auditoria que o resultado efectivo do Banco em 1992 não seria contabilisticamente negativo, se a sua relação com o Estado se tivesse realizado de acordo com um enquadramento legal mais adequado, e que cerca de metade das provisões envolvidas na minimização do prejuízo revelado pela contabilidade não teriam de ser utilizadas em relação a este exercício.

Dos restantes pontos constantes do Balanço e Contas, é de destacar o aumento das reservas de ouro, as quais, em 31 de Dezembro de 1992, eram de 499,538 toneladas de ouro fino, valorizadas em 761 315 milhões de escudos, quando em 31 de Dezembro de 1991 eram de 493,524 toneladas de ouro fino, valorizadas em 687 706 milhões de escudos.

Refira-se ainda que a taxa de cobertura da emissão registou uma evolução positiva de 5,9%, a contrapor à evolução negativa de 4,1% verificada durante o ano de 1991.

4. Durante o exercício de 1992, cessou o seu mandato o Senhor Dr. José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira, que desde 22 de Maio de 1986 exercia o cargo de Governador deste Banco, e há longos anos é figura cimeira da vida portuguesa, ao qual o Conselho de Auditoria deixa expresso o seu muito apreço e consideração.

Cessou também funções o Administrador Senhor Dr. Abel António Pinto dos Reis, ao qual o Conselho de Auditoria também deseja manifestar o seu apreço e consideração.

Em 4 de Maio de 1992, tomou posse, como Governador do Banco de Portugal, o Senhor Professor Doutor Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza, antigo Ministro das Finanças, anteriormente Administrador do Banco de Portugal e economista eminente. Na mesma data, tomaram posse, como Administradores, os Senhores Professor Doutor Abel Moreira Mateus e Dr. José António Cardoso Veloso.

Já em 1993, tomou posse como Administrador o Senhor Dr. Bernardino Manuel da Costa Pereira.

Ao novo Governador e aos novos Administradores, o Conselho de Auditoria endereça as melhores saudações e formula votos de sucesso na sua missão.

Não pode este Conselho deixar de expressar a sua homenagem ao Senhor Doutor José de Azeredo Perdigão, distintíssima figura do mundo do Direito, das Ciências e das Artes, que, desde a criação do Conselho de Auditoria, exerceu, com a competência e brilho que lhe são unanimemente reconhecidos, as funções de seu Presidente, até cessar, a seu pedido, essas funções, já em 1993.

Igualmente este Conselho dirige uma palavra de apreço pela competente colaboração prestada pelo Senhor Dr. João Florêncio Vicente de Carvalho na sua qualidade de revisor oficial de contas, que também agora cessa a sua actividade no Banco.

5. Em conclusão:

A) Apoiado nas análises feitas aos documentos que lhe foram apresentados e nas informações obtidas, o Conselho de Auditoria nada tem a objectar à aprovação do Relatório do Conselho de Administração, Balanço e Contas do exercício de 1992;

B) Ao Governador, ao Conselho de Administração e a todos os trabalhadores do Banco, o Conselho de Auditoria exprime o seu reconhecimento pela colaboração prestada.

Lisboa, 25 de Março de 1993

O CONSELHO DE AUDITORIA

Carlos Fernando Olavo Corrêa de Azevedo

Rui José da Conceição Nunes

José Maria Pires

II Parte

ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

Os dados utilizados na Análise Económica e Financeira correspondem à 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 1992 75

Capítulo II ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA 87
1. Principais desenvolvimentos em 1992 87
2. Evolução das economias dos principais países industrializados 96
3. Principais impactes da conjuntura internacional na economia portuguesa 106
A união económica monetária – Principais desenvolvimentos em 1992 107
A crise do mecanismo de taxas de câmbio do SME 109

Capítulo III PROCURA, PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS 115
1. Introdução 115
2. Procura 117
2.1 Consumo privado 117
2.2 Consumo público 120
2.3 Investimento 120
2.4 Exportações e importações 124
3. Produção 129
3.1 Agricultura, silvicultura e pesca 130
3.2 Indústria 131
3.3 Construção 133
3.4 Electricidade, gás e água 133
3.5 Serviços 134
Análise da rendibilidade das empresas 135
Criação de empresas e dinâmica de emprego na indústria transformadora 138
4. Mercado de trabalho e repartição do rendimento 140
4.1 Caracterização geral da situação 140
4.2 Emprego 142
4.3 Desemprego 144
4.4 Salários e produtividade 147
4.5 Repartição do rendimento 149
5. Preços 151
Inflação dos serviços 157

Capítulo IV BALANÇA DE PAGAMENTOS 159
1. Introdução 159
2. Balança de transacções correntes 163
2.1 Balança comercial 163
2.1.1 Distribuição sectorial do comércio externo 163
2.1.2 Distribuição geográfica do comércio externo 166
2.2 Invisíveis correntes 167
3. Balança de capitais 169
3.1 Créditos registados na dívida 169
3.2 Operações sobre títulos nacionais 171
3.3 Investimento directo estrangeiro 173
3.4 Fluxos de disponibilidades a médio e longo prazos do sector não monetário 175

3.5 Outras operações de capitais 176
4. Dívida externa, reservas oficiais e posição externa líquida 177

Capítulo V FINANÇAS PÚBLICAS 183
1. Introdução 183
2. Receitas públicas 185
3. Despesas públicas 187
4. Financiamento e dívida 188
5. Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia 191
Os Orçamentos do Estado e da Segurança Social 192

Capítulo VI SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA 195
1. Política monetária e cambial 195
1.1 Apreciação global 195
1.2 Execução da política monetária e cambial 197
1.2.1 A execução da política monetária no primeiro trimestre 197
1.2.2 A adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio do SME e a execução da política monetária até ao anúncio da liberalização dos movimentos de capitais 204
1.2.3 O anúncio da liberalização dos movimentos de capitais e alteração da política monetária 207
O processo de liberalização dos capitais no quadro da integração europeia . 208
1.2.4 A crise de Setembro do MTC do SME 210
A crise do SME e a actuação do Banco de Portugal 212
1.2.5 A crise de Novembro do MTC do SME e o realinhamento do escudo 214
1.3 Situação monetária 216
1.3.1 Agregados monetários e de liquidez 216
1.3.2 Agregados de crédito e outras contrapartidas de criação de moeda 226
A concorrência no sector bancário português em 1992 233
2. Mercados monetários 239
2.1 Mercado monetário interbancário 239
2.1.1 Introdução 239
2.1.2 Evolução do mercado 241
2.2 Instrumentação da intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário interbancário 242
2.3 Bilhetes do Tesouro 244
2.3.1 Introdução 244
2.3.2 Mercado primário – Emissões e taxas de colocação 245
2.3.3 Mercado secundário 248
2.3.3.1 Transacções no mercado interbancário de títulos 248
2.3.3.2 Passagem de bilhetes do Tesouro ao público 248
Bilhetes do Tesouro – Mercado primário – Reacção da procura ao anúncio do calendário de liberalização dos movimentos de capitais . 250
3. Mercado de capitais 253
3.1 Enquadramento geral 253
3.2 Mercado de obrigações 256
3.2.1 Dívida pública 258
3.2.2 Dívida privada 261
3.3 Mercado de acções 262

QUADROS

Capítulo I — A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1992

I.1 Portugal: Principais indicadores económicos, 1987–1992 85

Capítulo II — ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

II.1 Contas nacionais 89
II.2 Índices de produção industrial 90
II.3 Previsões da OCDE para o crescimento do PIB real 91
II.4 Necessidades de financiamento da Administração Pública 92
II.5 Índices de preços no consumidor 93
II.6 Taxas médias de desemprego 94

A união económica e monetária

[1.] *Critérios de convergência para a UEM* 108

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

III.1 Despesa nacional 116
III.2 Rendimento disponível dos particulares 117
III.3 Poupança e investimento 122
III.4 Exportação e importação – Evolução em volume por grandes categorias económicas 124
III.5 Margem de lucro das empresas exportadoras 128
III.6 Produto interno bruto 130
III.7 Volatilidade do PIB por sectores 130
III.8 Índices de produção industrial 132
III.9 Grau de utilização da capacidade produtiva 132

Análise da rendibilidade das empresas

[1.] *Rendibilidade económica* 135
[2.] *Rácios de rendibilidade* 136
[3.] *Rendibilidade económica – dispersão e assimetria* 137

Criação de empresas e dinâmica de emprego na indústria transformadora

[1.] *Quota de emprego das novas empresas na indústria transformadora* 138
[2.] *Crescimento e contracção das empresas que se mantiveram em actividade na indústria transformadora* 139
III.10 Síntese de indicadores do mercado de trabalho 141
III.11 Emprego, horas trabalhadas e duração média de horas de trabalho 142
III.12 Emprego por sectores de actividade – 1992 142
III.13 População, emprego e desemprego 144
III.14 Duração média de procura de emprego 145
III.15 Evolução do salário nominal e real no sector público e no sector privado 147
III.16 Salário mínimo nacional 147
III.17 Produtividade do factor trabalho 148
III.18 Flexibilidade do salário real 148
III.19 Evolução intra-anual das remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva do trabalho 149
III.20 Repartição do rendimento nacional 150
III.21 Evolução do peso das remunerações no rendimento nacional 150
III.22 Indicadores de inflação – Taxas de variação das médias de 12 meses 151
III.23 Indicadores de inflação – Taxas de variação homólogas em Dezembro 152
III.24 Taxas de inflação na Comunidade Europeia e diferencial em relação a Portugal . 152
III.25 Custos e preços 154

III.26 Evolução dos preços dos produtos do petróleo 155
III.27 Índice de preços no consumidor – Taxas de variação homólogas em Dezembro . 156
III.28 Índice de preços no consumidor – Taxas de variação média 156
Inflação dos serviços
[1.] *Indicadores de inflação e de custos* 158

Capítulo IV — BALANÇA DE PAGAMENTOS
IV.1 Evolução das principais rubricas da balança de pagamentos 160
IV.2 Decomposição da variação do saldo da balança comercial 161
IV.3 Exportações – Índices de volume/preço 164
IV.4 Importações – Índices de volume/preço 165
IV.5 Distribuição geográfica das exportações (FOB) 166
IV.6 Distribuição geográfica das importações (CIF) 167
IV.7 Balança de serviços e rendimentos 168
IV.8 Evolução do turismo internacional 168
IV.9 Balança de pagamentos – Financiamento 170
IV.10 Balança de capitais 171
IV.11 Operações de capitais não relacionadas com a dívida 172
IV.12 Títulos nacionais adquiridos por não residentes 173
IV.13 Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal – Por tipo de operação 174
IV.14 Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal – Por sectores de actividade económica 175
IV.15 Estrutura do investimento directo estrangeiro em Portugal – Por país de origem 175
IV.16 Estrutura do investimento directo português no estrangeiro – Por sectores de actividade económica 176
IV.17 Estrutura do investimento directo português no estrangeiro – Segundo o destino 176
IV.18 Dívida externa não monetária 177
IV.19 Indicadores da posição externa líquida e dívida externa 179
IV.20 Reservas oficiais líquidas – Posições em fim de período 180
IV.21 Posição externa líquida 181

Capítulo V — FINANÇAS PÚBLICAS
V.1 Saldo das contas do Sector público administrativo 184
V.2 Sector público administrativo – Peso na economia 184
V.3 Contas nacionais do Sector público administrativo 185
V.4 Sector público administrativo – Taxas de crescimento e estrutura das receitas ... 186
V.5 Sector público administrativo – Taxas de crescimento e estrutura das despesas . 188
V.6 Necessidades de financiamento do Sector público administrativo 189
V.7 Défice e necessidades de financiamento do Sector público administrativo 189
V.8 Dívida pública directa efectiva 190
V.9 Taxas de juro da dívida pública directa 191
V.10 Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia 191
Os orçamentos do Estado e da segurança social
[1.] *Projecção das contas nacionais do Sector público administrativo para 1993* 193

Capítulo VI — SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA
VI.1 Taxas de juro oficiais de operações regulares de cedência e absorção de liquidez e de remuneração de disponibilidades mínimas de caixa 198
VI.2 Contrapartidas da base monetária 201

VI.3 Intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário – Operações de absorção de liquidez 203
VI.4 Intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário – Operações de cedência de liquidez 204
VI.5 Aplicações (líquidas de amortizações) do público em títulos de dívida pública . 219
VI.6 Investimento mobiliário estrangeiro por tipo de instrumento 219
VI.7 Carteira de títulos de dívida pública do sistema bancário interno e das sucursais de bancos portugueses no estrangeiro 220
VI.8 Contrapartidas da variação de L^{-} 227
A concorrência no sector bancário português em 1992
[1.] *Crédito a particulares para aquisição de habitação a mais de 5 anos* 234
[2.] *Crédito a particulares para outros fins até 1 ano* 235
[3.] *Empréstimos em carteira comercial a OENF, 91-180 dias* 236
[4.] *Empréstimos e outros créditos a OENF, 91-180 dias* 236
VI.9 Bilhetes do Tesouro – Mercado primário 246
Bilhetes do Tesouro – Mercado primário – Reacção da procura ao anúncio do calendário dos movimentos de capitais
[1.] *Leilões de bilhetes do Tesouro* 251
VI.10 Emissão total de títulos líquida de amortizações – Por sectores institucionais ... 253
VI.11 Títulos nacionais detidos por não residentes 255
VI.12 Emissão total de títulos líquida de amortizações – Por tipo de instrumento 256
VI.13 Emissão de obrigações – Por tipo de taxa 257
VI.14 Posição e movimento no mercado secundário de obrigações 258
VI.15 Emissão de obrigações – Por sectores institucionais 259
VI.16 Obrigações do Tesouro – Médio prazo 260
VI.17 Mercado secundário de obrigações – Taxas de rendibilidade 261
VI.18 Constituição, dissolução e aumentos de capital de sociedades anónimas 263
VI.19 Emissão de acções 263
VI.20 Posição no mercado secundário de acções 263
VI.21 Movimento no mercado secundário de acções 264

GRÁFICOS

Capítulo I — A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1992

I.1 Indicadores de convergência nominal – Diferencial de inflação Portugal-CE 75
I.2 Indicadores de convergência real – Diferencial de crescimento Portugal-CE 75
I.3 Evolução da economia – Comparação intertemporal 76

Capítulo II — ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

II.1 Produto interno bruto 89
II.2 Consumo privado 89
II.3 Formação bruta de capital fixo 90
II.4 Índices de produção industrial 90
II.5 Necessidades de financiamento da Administração Pública 93
II.6 Índices de preços no consumidor 93
II.7 Produtividade média 93
II.8 Custos de trabalho por unidade produzida 94
II.9 Taxas médias de desemprego 95
II.10 Estados Unidos da América 96
II.11 Taxas de juro oficiais 97
II.12 Diferença entre taxas de juro de longo e curto prazos (EUA, Japão, Alemanha) . 97
II.13 Evolução do dólar 98
II.14 Japão 98
II.15 Cotações de acções 98
II.16 Alemanha 99
II.17 Alemanha – Valores em percentagem do PIB 100
II.18 Reino Unido 101
II.19 Reino Unido – Valores em percentagem do PIB 101
II.20 Evolução da libra esterlina 102
II.21 Diferença entre taxas de juro de longo e curto prazos (Reino Unido, Espanha, Itália, França) 102
II.22 França 103
II.23 França – Valores em percentagem do PIB 103
II.24 Espanha 104
II.25 Espanha – Valores em percentagem do PIB 104
II.26 Itália 105
II.27 Itália – Valores em percentagem do PIB 105
II.28 Evolução da lira italiana 106

A união económica e monetária

[1.] *Finanças públicas* 109
[2.] *Inflação/taxa de juro de longo prazo* 109

A crise do mecanismo de taxas de câmbio do SME

[1.] *Principais taxas de intervenção dos bancos centrais nos mercados monetários (Portugal, Espanha, Reino Unido, Irlanda, Itália)* 110
[2.] *Principais taxas de intervenção dos bancos centrais nos mercados monetários (Alemanha, Holanda, Bélgica, França, Dinamarca)* 110
[3.] *Taxas de juro nos euromercados BID – 3 meses – PTE, ITL, ESP, IEP e GBP* 111
[4.] *Taxas de juro nos euromercados BID – 3 meses – DEM,FRF, BEF, NLG e DKK* 111
[5.] *Taxas de juro nos euromercados BID – 3 meses – SEK, NOK, JPY e USD* 111
[6.] *Volatilidade mensal das cotações em relação ao marco – FRF, BEF, NLG e DKK* 112

[7.] *Volatilidade mensal das cotações em relação ao marco – PTE, ESP, IEP, ITL e GBP* 112
[8.] *Volatilidade mensal das cotações em relação ao marco – FIM, SEK,NOK,USD e JPY* ... 112

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

III.1 Contribuições para o crescimento do PIB 115
III.2 Taxa de poupança dos particulares 118
III.3 Indicadores do consumo 119
III.4 Indicadores do investimento 123
III.5 Indicadores qualitativos do nível de existências 123
III.6 Grau de abertura da economia – Mercado de bens e serviços 124
III.7 Ganhos e perdas dos termos de troca 125
III.8 Exportações e procura externa 125
III.9 Indicador de *performance* – Exportações 126
III.10 Quotas de mercado e procura interna relativa 126
III.11 Índices de preços relativos – Base: 1985=100 126
III.12 Preços e custos no sector exportador – Base: 1988=100 127
III.13 Importações e procura global 128
III.14 Taxa de penetração das importações 129
III.15 Evolução do PIB por sectores 130
III.16 Indústria e serviços 134
Criação de empresas e dinâmica de empresas na indústria transformadora
[1.] *Novas empresas na indústria transformadora* 138
[2.] *Emprego na indústria transformadora* 139
III.17 Produto e ciclos económicos 141
III.18 Ciclos económicos e desemprego 141
III.19 Preços e salários 141
III.20 Taxa de vagas *versus* taxa de desemprego 146
III.21 Remuneração nominal *versus* taxa de desemprego 146
III.22 Remunerações reais e produtividade 148
III.23 Índices de preços no consumidor – Total geral 151
III.24 Indicadores de inflação 153
III.25 Decomposição das variações do índice implícito dos preços da procura interna total 154
Inflação dos serviços
[1.] *Inflação dos serviços e dos bens* 157

Capítulo IV — BALANÇA DE PAGAMENTOS

IV.1 Balança de pagamentos 162
IV.2 Exportações de mercadorias 163
IV.3 Investimento directo estrangeiro autorizado 163
IV.4 Invisíveis correntes 167
IV.5 Evolução da balança de capitais 172
IV.6 Operações de capitais autónomos 172
IV.7 Dívida externa não monetária 177
IV.8 Repartição da dívida externa não monetária por sectores mutuários 178
IV.9 Indicadores da dívida externa e da posição externa líquida 179
IV.10 Indicadores do serviço da dívida externa 179
IV.11 Reservas oficiais líquidas 180
IV.12 Reservas oficiais líquidas – Comparação internacional 182

Capítulo V — FINANÇAS PÚBLICAS

V.1 Défice global e necessidades de financiamento do Sector público administrativo . 189
V.2 Dívida pública directa bruta e depósitos do Tesouro 190

Capítulo VI — SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA

VI.1 Desvios entre valores observados e programados de L^- 197
VI.2 Bilhetes do Tesouro – Mercado primário 198
VI.3 Prémios de risco
A – Taxa de juro do crédito por carteira comercial *versus* bilhetes do Tesouro .. 199
B – Taxa de juro do crédito sindicado *versus* bilhetes do Tesouro 199
VI.4 Mercado monetário interbancário 199
VI.5 Taxa de câmbio efectiva do escudo 200
VI.6 Variação de reservas oficiais líquidas e capitais de elevada mobilidade 200
VI.7 Base monetária e suas contrapartidas 202
VI.8 Taxas de juro oficiais de intervenção regular, de intervenção ocasional e do mercado monetário interbancário *overnight* 202
VI.9 Volatilidade semanal da taxa de juro *overnight* do mercado monetário interbancário 202
VI.10 Situação do escudo no mecanismo de taxas de câmbio do SME 205
VI.11 Taxa de juro do euro-escudo – mercado de Londres – 3 meses 206
A crise do SME e a actuação do Banco de Portugal
[1.] *Evolução do escudo – Médias semanais* 212
[2.] *Taxas de juro do escudo (CP)* 213
VI.12 Diferenciais da taxa de juro do euro-escudo em relação ao marco 215
VI.13 Evolução do escudo 215
VI.14 Agregados monetários e financeiros 217
VI.15 Aplicações monetárias e em títulos da dívida pública pelo público não bancário 218
VI.16 Taxas de juro dos depósitos a prazo e de bilhetes doTesouro cedidos ao público . 219
VI.17 Investimento mobiliário estrangeiro por tipo de instrumento 220
Diagrama
[VI.1] Ajustamento da carteira de activos financeiros do público não bancário 221
VI.18 Remuneração relativa da dívida pública
A – Taxa de remuneração dos certificados de aforro *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano 222
B – Taxa de remuneração das obrigações de Tesouro Familiar *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano 222
C – Taxa de remuneração da dívida pública indexada *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano 222
VI.19 Aplicações de residentes em activos financeiros denominados em moeda estrangeira 223
VI.20 Comércio por grosso 223
VI.21 Agregados monetários 224
VI.22 Bilhetes do Tesouro e CLIP 224
VI.23 Estrutura dos depósitos a prazo 225
VI.24 Taxas de juro dos depósitos a prazo 225
VI.25 Contrapartidas da variação anual de L^- 226
VI.26 Taxa de juro deflacionada dos depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano 227
VI.27 Agregados de crédito interno 228
VI.28 Crédito interno a particulares por finalidades e a empresas 228
VI.29 Financiamento a empresas particulares 229
VI.30 Financiamento interno a empresas e particulares 229
VI.31 Taxas de juro activas 230
VI.32 Margens de juro
A – Taxa de juro do crédito comercial *versus* depósitos a prazo 231
B – Taxa de juro de crédito sindicado *versus* certificados de depósitos 231

A concorrência no sector bancário português em 1992
[1.A] *Taxa de crescimento de empréstimos e outros créditos a OENF, 91-180 dias "versus" taxa de juro praticada – Taxa de crescimento do crédito 1991* 237
[1.B] *Taxa de crescimento de empréstimos e outros créditos a OENF, 91-180 dias "versus" taxa de juro praticada – Taxa de crescimento do crédito 1992* 237
[2.] *Quota no mercado dos depósitos à ordem de particulares – Dezembro 1991* 237
[3.] *Quota no mercado dos depósitos à ordem de particulares – Dezembro 1992* 237
[4.] *Quota no mercado dos depósitos à ordem de OENF – Dezembro 1991* 238
[5.] *Quota no mercado dos depósitos à ordem de OENF – Dezembro 1992* 238
[6.A] *Taxa de crescimento dos depósitos a prazo de 31 a 90 dias vs taxa de juro praticada - 1991* 239
[6.B] *Taxa de crescimento dos depósitos a prazo de 31 a 90 dias vs taxa de juro praticada - 1992* 239
VI.33 Taxa de juro *overnight* no primeiro dia do período sobre a taxa no último dia ... 240
VI.34 Instrumentação da intervenção 243
VI.35 Títulos de intervenção monetária 243
VI.36 Bilhetes do Tesouro – 1992 – Montante em circulação 245
VI.37 Bilhetes do Tesouro – Estrutura por detentores 249
Bilhetes do Tesouro – mercado primário – Reacção da procura ao anúncio do calendário de liberalização dos movimentos de capitais
[1.] *Bilhetes do Tesouro – mercado primário – curvas da procura* 251
[2.] *Bilhetes do Tesouro – mercado primário – distribuição das prospostas a leilão* 252
VI.38 Composição das transacções em bolsa 254
VI.39 Transacções em bolsa e no mercado de balcão 254
VI.40 Transacções em bolsa de unidades e títulos de participação 255
VI.41 *Stock* de obrigações de dívida pública na posse de não residentes 255
VI.42 Estrutura temporal da taxa de juro – Taxas de juro à vista – Agosto 256
VI.43 Transacções em bolsa de obrigações 257
VI.44 Obrigações do Tesouro – Médio prazo 259
VI.45 Emissão líquida de títulos de dívida pública não negociável 260
VI.46 Transacções em bolsa de obrigações de dívida pública 260
VI.47 Estrutura temporal da taxa de juro Taxas de juro à vista – Outubro-Novembro .. 261
VI.48 Índice de cotações – Acções 264
VI.49 Transacções em bolsa de acções – Mercado de cotações oficiais 264
VI.50 Transacções em bolsa de acções 265
VI.51 Composição das transacções em bolsa de acções 265
VI.52 Rendibilidade e risco no mercado accionista 266

Capítulo I

A ECONOMIA PORTUGUESA EM 1992

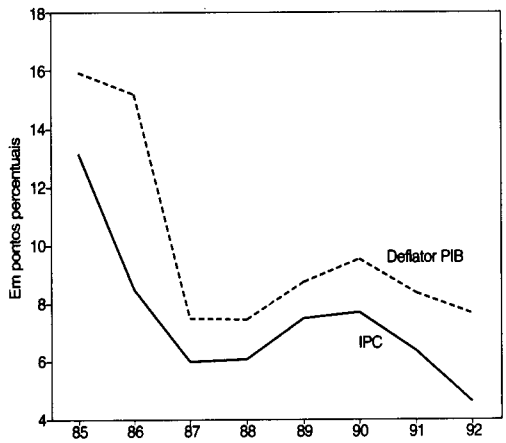
A adesão do escudo ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) e a liberalização completa dos movimentos de capitais marcaram a política económica em 1992. Estas alterações, produzidas no âmbito dos acordos subjacentes ao processo de União Económica e Monetária (UEM), originaram a reavaliação do papel das políticas monetária e cambial, por um lado, e da política orçamental, por outro. Com o propósito de controlar a inflação para promover o crescimento económico sustentado, procurou-se obter vantagens com a política cambial estável e com o maior reforço da disciplina orçamental.

Em 1992, o ritmo de crescimento da economia portuguesa continuou a abrandar, reflectindo, em parte, circunstâncias internacionais adversas, em particular na Europa. Internamente, acentuaram-se as diferenças entre os sectores da economia expostos directamente ao processo de integração económica e os sectores mais protegidos da concorrência externa. A situação diferente entre o sector dos bens transaccionáveis e o dos bens não transaccionáveis, a par de fricções no processo de reafectação de recursos, estarão na origem de um progresso moderado na inflação e no crescimento em 1992. O andamento muito dinâmico da procura interna, no contexto de plena capa-

Gráfico I.1

INDICADORES DE CONVERGÊNCIA NOMINAL

Diferencial de inflação Portugal-CE

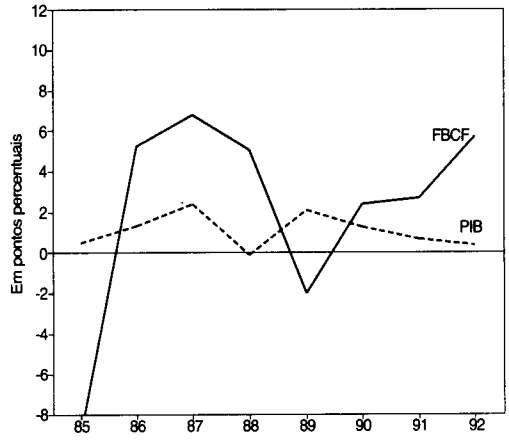


Fonte: OCDE, CE, INE e Banco de Portugal.

Gráfico I.2

INDICADORES DE CONVERGÊNCIA REAL

Diferencial de crescimento Portugal-CE

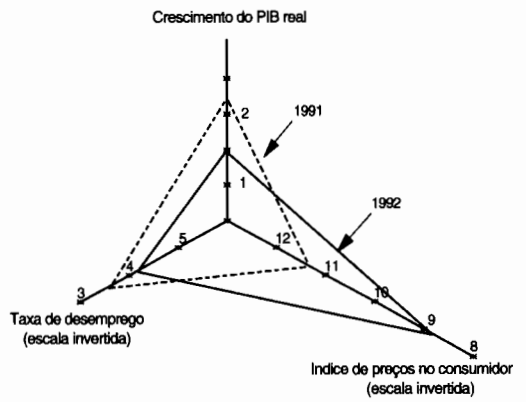


Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

Gráfico I.3

EVOLUÇÃO DA ECONOMIA

Comparação intertemporal



cidade do emprego, traduziu-se, também, num forte impulso dado às importações. No entanto, o bom comportamento registado pelas exportações e os ganhos de termos de troca verificados foram suficientes para que o défice da balança comercial em percentagem do PIB se mantivesse ao nível dos anos anteriores.

A influência da situação externa na economia portuguesa foi particularmente notória na segunda metade do ano. Primeiro, devido à forte desaceleração da actividade económica que atingiu, sobretudo, os principais países parceiros de Portugal, como a Espanha e a Alemanha. Depois, por motivo da crise de confiança quanto ao rápido progresso na União Económica e Monetária, resultante das incertezas em torno da ratificação do Tratado de Maastricht e do insuficiente progresso no sentido da convergência económica, aliás, reflectidas na grande instabilidade que desde Setembro tem rodeado o MTC do SME.

A estabilidade cambial continuou a constituir uma peça fundamental da política económica durante 1992, tendo sido formalmente reafirmada com a decisão de fazer aderir o escudo ao MTC do SME em Abril. Com ela pretende-se aproximar a inflação interna do nível médio europeu e criar condições para que as empresas portuguesas possam competir num espaço económico com plena mobilidade de bens e de factores. No mercado único europeu, a competitividade depende da eficiência produtiva e do desenvolvimento de vantagens específicas, não sendo viável o recurso quer a barreiras administrativas, quer a uma política de desvalorizações cambiais. A rápida convergência torna-se, assim, crucial para limitar no tempo desvios na apreciação real do escudo e, mais importante, criar os incentivos adequados ao desenvolvimento de um processo, em si inevitável, de reestruturação económica. Numa pequena economia aberta com um nível de desemprego muito baixo, como é a economia portuguesa, a desvalorização do escudo apenas conferiria ganhos temporários, conseguidos por meio de uma alteração discricionária de preços relativos e de uma diminuição dos salários reais; a sua prática teria como efeito criar a ilusão de uma rendibilidade elevada com um carácter permanente, adiando a modernização da estrutura produtiva e, do mesmo modo, reduzindo o potencial de crescimento económico.

Ao incidir directamente sobre o sector dos bens transaccionáveis, a política cambial contribuiu para a diferenciação de situações entre este e o sector protegido da concorrência externa. Porém, esta diferença, patente na informação disponível sobre rentabilidade empresarial, emprego, investimento e preços relativos foi, em 1992, fortemente influenciada pela evolução dos mercados respectivos. Enquanto se verificou uma retracção da procura (designadamente externa) de transaccionáveis, muito acentuada na parte final do ano, a procura de não transaccionáveis continuou a crescer de forma dinâmica, por efeito das transferências comunitárias, das despesas públicas e de uma forte expansão dos salários reais.

Neste contexto, o papel assumido pela política orçamental na moderação da procura assume maior relevância, nomeadamente desde que a liberalização dos movimentos de capitais eliminou virtualmente o contributo, no curto prazo, da política monetária interna para esse objectivo. Com efeito, se a existência de controlos de capitais, impondo uma seg-

mentação entre os mercados monetário e cambial, permitia a manutenção de taxas de juro reais internas elevadas com influência na despesa agregada, sem estes a política monetária pode apenas assegurar que as taxas de juro sejam compatíveis com a permanência do escudo no MTC do SME. A política orçamental tem, então, de se ajustar, substituindo o que até aqui tem vindo a ser feito predominantemente pelas políticas monetária e cambial. Neste pormenor, 1992 regista alguns progressos, mas ainda insuficientes. O défice reduziu-se, ainda que o peso do SPA na economia tenha aumentado devido ao crescimento, quer das receitas, quer das despesas. Registe-se a fixação de tectos nominais para as despesas do Estado e do conjunto do SPA como medida de disciplina orçamental. As necessidades de financiamento do SPA, que em 1992 se reduziram para 4.7 por cento do PIB, registaram um forte acréscimo do crédito líquido concedido pelo Banco de Portugal, mediante a utilização da conta de aplicação de bilhetes do Tesouro (BT).

***

A economia portuguesa reflectiu em 1992 a conjuntura externa desfavorável, especialmente na Europa, onde se acentuou a fase descendente do ciclo económico. Segundo dados da OCDE, calcula-se que a economia da Comunidade Europeia (CE) tenha crescido apenas 1 por cento em termos reais em 1992, cerca de meio ponto abaixo da taxa registada no ano anterior. A desaceleração acentuou-se no segundo semestre, em que se estima que o PIB comunitário tenha estagnado, contrariando as previsões unânimes de uma recuperação. O agravamento da situação, anteriormente circunscrito a alguns países da CE, designadamente o Reino Unido, estendeu-se em 1992 à generalidade dos estados membros. Apenas dois países, a Irlanda e o Luxemburgo, terão registado taxas de crescimento reais da actividade superiores a 2 por cento. O abrandamento foi mais severo na Alemanha e na Espanha, os dois maiores parceiros comerciais de Portugal, ambos com taxas de crescimento do PIB em volume relativamente elevadas em 1991, mas que em 1992 não terão ficado muito acima de 1 por cento. A esta conjuntura correspondeu um claro abrandamento do consumo, uma quebra do investimento e uma sensível desaceleração do comércio externo dos países comunitários.

Dada a actual reduzida expressão dos Estados Unidos da América no comércio externo nacional, a recuperação económica norte-americana, entretanto iniciada, terá tido um ligeiro impacte directo na economia portuguesa, não sendo suficiente para atenuar os efeitos da conjuntura europeia. Embora os dados agregados médios anuais das contas nacionais não deixem perceber com clareza a expressão destes efeitos, estes são patentes na evolução das exportações nacionais na fase final do ano e, presumivelmente, no investimento industrial.

Neste contexto, estima-se que a economia portuguesa tenha tido um crescimento real do PIB de cerca de 1.5 por cento em 1992. Ter-se-á, assim, registado este ano um menor progresso na convergência real para o nível de vida médio comunitário. Este resultado menos satisfatório decorreu, em parte, da situação de virtual pleno emprego no mercado de trabalho, que actuou como uma condicionante importante, em termos agregados, à expansão da oferta nacional.

O abrandamento internacional não impediu a procura interna de continuar a crescer cerca de 4 por cento, em termos reais, em 1992, praticamente o mesmo que no ano transacto. O ritmo de crescimento da procura interna reflectiu, sobretudo, a componente do consumo privado, que cresceu 4.7 em volume – menos 0.5 pontos percentuais do que no ano anterior. Subjacente ao andamento do consumo privado encontra-se, antes de mais, a rápida e acentuada subida do rendimento real disponível dos particulares. Estima-se, com efeito, que este rendimento tenha crescido cerca de 3.5 por cento – apenas 0.5 pontos percentuais abaixo da taxa registada em 1991 –, devido, entre outros factores, à continuação de um forte crescimento da massa salarial (cerca de 4.5 por cento, em termos reais), bem como das

transferências internas (entre 8 e 9 por cento, em termos reais). Na medida em que a subida dos salários reais seja entendida como um aumento da componente permanente do rendimento, os seus efeitos sobre o consumo devem ser ainda mais intensos.

Acresce que em 1992 se calcula que tenha ocorrido nova redução da taxa de poupança das famílias. De acordo com as estimativas efectuadas, esta redução terá sido de 1.1 pontos percentuais do rendimento disponível do sector. Dois problemas de contabilidade nacional contribuem, no entanto, para que esta redução possa estar sobreavaliada. Primeiro, porque à semelhança do que se passou em 1991, parte desta queda decorreu da atenuação do fenómeno de erosão monetária da riqueza financeira das famílias, isto é, do facto de a inflação ter diminuído e, em consequência disso, as famílias terem podido reduzir a parcela da sua poupança (tal como medida nas contas nacionais) que apenas se destina a manter o valor real da sua riqueza financeira. Corrigindo deste efeito, a redução na taxa de poupança terá sido apenas de 0.6 pontos percentuais. Segundo, porque a redução da taxa de poupança coincide, em 1992, com uma forte aceleração da despesa em bens de consumo duradouros, sendo esta, na óptica das contas nacionais, inteiramente considerada como um consumo do próprio ano. É provável que se tenha verificado em 1992 uma renovação acima do normal do *stock* existente de bens de consumo duradouro (em particular automóveis), e que as despesas na aquisição deste tipo de bens se reduzam durante o futuro próximo.

Na medida em que, em 1992, o rendimento disponível das famílias continuou a expandir-se a um ritmo semelhante ao dos anos anteriores, a evolução da taxa de poupança e do consumo privado não deverá ter reflectido, de forma significativa, um certo "alisamento" do consumo ao longo do ciclo económico. Não é de excluir, contudo, que este factor ganhe importância ao longo da fase baixa do ciclo económico, designadamente quando se verificarem reduções do rendimento das famílias que sejam entendidas como quebras transitórias. Numa perspectiva de mais longo prazo, é possível que a taxa de poupança dos particulares continue a reduzir-se. Para isto poderão contribuir, por um lado, o ajustamento do consumo a expectativas de uma evolução favorável do rendimento permanente, e, por outro lado, factores como a melhoria do sistema de segurança social, o envelhecimento progressivo da população e a dinamização do crédito para consumo, o qual registou um crescimento acentuado em 1992.

Estima-se que o consumo público tenha crescido cerca de 1.5 por cento, em volume em 1992 (3.2 por cento em 1991), reflectindo um aumento do emprego no sector público administrativo.

Quanto ao investimento, regista-se uma aceleração da formação bruta de capital fixo, que se estima tenha crescido 4.6 por cento em 1992, em termos reais, contra 2.8 por cento no ano anterior. Não é de excluir a possibilidade do crescimento do investimento ter sido maior, porquanto a forma de medição desta variável não incluir investimento em activos intangíveis. Por detrás desta evolução agregada encontram-se, porém, situações muito diferenciadas.

Primeiro, nas parcelas correspondentes ao investimento público e ao investimento privado. A formação bruta de capital no sector público administrativo (SPA) passou de 15 por cento em 1990 para 17.3 por cento do total da FBCF em 1992.

Segundo, no sector privado (incluindo empresas públicas) ter-se-á verificado uma clara diferenciação entre o sector dos serviços (com destaque para a telecomunicações, transportes e comércio) onde, de um modo geral, o investimento se expandiu significativamente, e o sector industrial, onde se terá verificado uma quebra. Esta situação deve reflectir basicamente diferenças sobre previsões de lucros, que terão permanecido favoráveis no sector dos serviços, mas que se terão deteriorado em largos sectores da indústria. Por outro lado, a diferença de evolução das margens de rendibilidade no passado recente também deve ter contri-

buído para o andamento distinto do investimento, dada a forte relação existente entre margens e autofinanciamento nas decisões de investimento. A diminuição do preço relativo do factor capital face ao factor trabalho – uma vez que as taxas de juro se reduziram e o preço dos bens de equipamento importados caiu durante o ano – poderá ter estimulado o investimento nos sectores onde as perspectivas de vendas se mantiveram favoráveis. Não terá, porém, sido suficiente para compensar o efeito de deterioração destas perspectivas nos restantes sectores, designadamente se, a curto prazo, se torna impossível a substituição de factores da produção.

Estima-se que, em 1992, o investimento em *stocks* tenha dado um contributo positivo, da ordem de 0.2 pontos percentuais, para a taxa de crescimento do PIB, em resultado duma significativa acumulação na parte final do ano. É provável que uma parte deste investimento tenha carácter especulativo, possivelmente associado a expectativas de desvalorização do escudo; isto poderá explicar, designadamente, a subida das existências que se verificou no comércio por grosso no último trimestre do ano, a par duma aceleração significativa das importações de bens duradouros. Outra parte, nomeadamente a acumulação de produtos acabados na indústria, deverá, contudo, ter sido basicamente involuntária, decorrendo do abrandamento não antecipado da procura, em particular externa, no decurso do segundo semestre.

A desaceleração moderada da procura externa, em média anual, não impediu uma recuperação das exportações nacionais de bens e serviços, que cresceram 5.0 por cento, em termos reais (1.8 por cento em 1991). A produção nacional ganhou, assim, quota de mercado no exterior, compensando a perda que se verificara no ano anterior. Ao longo do ano, no entanto, as exportações abrandaram sensivelmente, acompanhando genericamente o andamento da procura externa, tendo mesmo estagnado no último trimestre.

O resultado obtido pelas exportações, designadamente o ganho de quotas de mercado, coexistiu com um conjunto de factores que, em princípio, actuariam em sentido contrário. Com efeito, à semelhança dos anos anteriores, a procura interna manteve em Portugal um dinamismo claramente superior ao dos nossos parceiros, criando incentivos, maiores do que no exterior, ao desvio de exportáveis para o mercado doméstico. Esse efeito da procura terá sido reforçado por um efeito de preço, na medida em que se verificou em Portugal uma forte diminuição do preço relativo dos exportáveis, favorecendo a reorientação da despesa interna para estes bens e incentivando o desvio de recursos para a produção de outros produtos. A apreciação real do escudo indica que estes incentivos terão sido mais acentuados em Portugal do que no exterior.

A comparação entre a evolução dos preços e dos custos do sector exportador, com base nas *proxies* disponíveis, indica que a evolução das exportações terá sido acompanhada por um estreitamento das margens de lucro no sector no decurso dos dois últimos anos, e uma comparação internacional indicia que este estreitamento terá sido maior em Portugal do que nos seus principais competidores. Esta diminuição da lucratividade relativa do sector, ocorrendo em paralelo com um ligeiro ganho de quotas de mercado, deverá constituir, em larga medida, o efeito conjugado de estratégias empresariais e de elementos de rigidez. Com efeito, a contracção de margens pode indicar uma substituibilidade imperfeita entre o mercado externo e o mercado interno, designadamente quando a penetração no exterior exige um investimento preliminar e a permanência futura nos mercados depende da presença actual. De igual modo, os elevados crescimentos salariais registados, que constituíram o factor principal de aperto das margens, poderão estar associados a opções de retenção de mão-de-obra por parte das empresas.

Ainda que o estreitamento das margens possa ter sido suportado por lucros excepcionais no passado, uma penetração sustentada nos mercados externos deve depender essencialmente da desaceleração dos salários nomi-

nais e de ganhos ao nível da qualidade dos produtos e da eficiência produtiva.

Como em outros segmentos da economia portuguesa, o sector exportador evidencia estar a experimentar uma alteração estrutural. Por um lado, embora alguns dos sectores tradicionais continuem a exibir um razoável crescimento, verifica-se um reforço do peso de novas indústrias. Este fenómeno está associado aos fluxos de investimento directo estrangeiro destinados a aumentar a oferta nacional de exportáveis e que têm sido, sobretudo, orientados para estes sectores. Por outro lado, uma análise mais detalhada da informação disponível permite concluir que, mesmo no caso dos sectores mais tradicionais, o peso relativo dos seus constituintes tem variado, com crescimento progressivo dos subsectores com maior valor acrescentado.

Mais intenso do que o crescimento das exportações e reflectindo o dinamismo da procura global foi o crescimento das importações de bens e serviços em 1992. Estima-se que este crescimento tenha sido de 11.3 por cento, em termos reais, contra 6.5 por cento no ano anterior, para o que terá contribuído também a moderação dos preços internacionais e a apreciação real do escudo. O aumento da taxa de penetração das importações significa, também, que alguma oferta externa tenha suprido a dificuldade sentida pela oferta nacional em satisfazer a procura existente, quer por se encontrar, em alguns sectores de bens transaccionáveis, condicionada por uma situação de plena utilização dos recursos disponíveis, quer por a procura se dirigir a bens não produzidos, de momento, no país.

A expansão mais forte das importações do que das exportações, em volume, não impediu que a balança de transacções correntes permanecesse virtualmente equilibrada em 1992 (o défice apurado foi de 0.3 por cento do PIB). Para isso contribuiu tanto um significativo ganho de termos de troca com aumento do bem-estar nacional, como um grande aumento das transferências públicas unilaterais, nomeadamente da CE (3.6 por cento do PIB, contra 2.0 por cento em 1991). Em contrapartida, as transferências privadas caíram para 5.7 por cento do PIB, 1 ponto percentual abaixo do ano anterior.

As diferenças de situação entre sectores distintos da economia portuguesa são também visíveis nas taxas de crescimento do valor acrescentado bruto da indústria e dos serviços. No primeiro caso, estima-se que o VAB tenha caído 2.5 por cento em 1992, dois pontos percentuais abaixo da taxa, já marginalmente negativa, de 1991. Nos serviços, por seu turno, o crescimento médio anual terá permanecido acentuado, estimando-se uma taxa de 4.3 por cento, meio ponto percentual abaixo do valor do ano anterior. Estas evoluções realçam um ajustamento na economia portuguesa, até à data insuficientemente dotada de serviços eficientes. A nível mais detalhado, verificam-se andamentos muito desiguais nos vários subsectores, num quadro de reestruturação do tecido produtivo nacional.

Em termos agregados e em média anual, o mercado de trabalho continuou, em 1992, numa situação de tensão. Assim, a taxa de desemprego permaneceu muito baixa (4.1 por cento), enquanto o emprego registou uma expansão (que se estima de 0.9 por cento). Os salários desaceleraram relativamente a 1991, mas mantiveram crescimentos elevados, quer em termos nominais (cerca de 13.4 por cento no conjunto da economia e aproximadamente 12.8 por cento no sector privado) quer em termos reais (cerca de 3.6 por cento e de 3.1 por cento, respectivamente, no conjunto da economia e no sector privado).

Estes traços gerais não diferem muito dos que já caracterizavam a situação em 1991. Apenas se terá notado um aumento ligeiro da taxa de desemprego (em cerca de 0.5 pontos percentuais), mais evidente à medida que o ano foi decorrendo. Assim, o acréscimo da taxa de desemprego face ao período homólogo foi sendo progressivamente maior ao longo de 1992, situando-se no primeiro trimestre em cerca de 0.1 pontos percentuais e, no último trimestre, em 1.3 pontos percentuais. De igual modo, o crescimento do emprego registou taxas sucessivamente menores, terminan-

do com uma redução marginal no último trimestre.

A ausência de recursos disponíveis no mercado de trabalho deverá ter actuado como uma restrição sobre a oferta nacional no conjunto do ano, embora de uma forma progressivamente mais atenuada ao longo deste. Porventura mais importante foi o efeito causado por elementos de rigidez nesse mercado, dificultando a afectação da mão-de-obra para fins mais produtivos. Sendo assim, o deficiente funcionamento do mercado de trabalho terá condicionado a expansão da oferta, não tanto pela limitação absoluta imposta pelos recursos existentes, mas pela sua utilização ineficiente. O inadequado aproveitamento dos factores da produção reflecte-se na fraca *performance* da produtividade do trabalho, a qual, em termos agregados, não deverá ter crescido mais do que 0.6 por cento.

O deficiente funcionamento dos mercados de bens e de factores ganha na actualidade económica nacional uma maior importância por três razões: primeiro, porque perturba a concretização do processo de reestruturação da economia portuguesa; segundo, porque dificulta o processo de desinflação, arrastando consigo maiores riscos de desemprego; terceiro, porque impõe custos excessivos no bem-estar dos segmentos da economia mais afectados por ambos estes processos.

Note-se que, no curto prazo, a retenção de mão-de-obra por parte de empresas que enfrentam condições adversas ou que são inviáveis terá contribuído para manter o desemprego a nível muito baixo. Esta situação não é, porém, sustentável, e a formação e reconversão profissional é fundamental para evitar um aumento substancial do desemprego friccional ou mesmo a sua transformação em desemprego estrutural.

No contexto de tensão atrás referido, os salários continuaram a subir muito em 1992, tendo o diferencial de crescimento em relação à média comunitária permanecido a um nível excessivo e insustentável (7 pontos percentuais, no sector privado, contra 8 em 1991). Embora se tenha verificado em 1992 uma inflexão na tendência de aceleração sistemática dos salários que se vinha observando desde 1988, o abrandamento verificado foi insuficiente. Na verdade, a inflexão parece ter apenas reflectido o andamento da inflação em 1991, revelando que a taxa de crescimento dos salários respondeu à evolução passada dos preços, facto que tem caracterizado o mercado de trabalho português. Se este comportamento retrospectivo dos salários continuar numa conjuntura menos dinâmica, quando não se esperam ganhos de termos de troca semelhantes aos do passado recente, o processo de desinflação tornar-se-á mais difícil e os níveis de desemprego serão maiores.

Reflectindo, em parte, a situação no mercado de trabalho, a desaceleração da inflação durante 1992 foi moderada. Em termos médios anuais, o índice de preços no consumidor (IPC) cresceu 8.9 por cento, 2.5 pontos percentuais abaixo da taxa observada em 1991. Em termos homólogos, a taxa de crescimento do IPC reduziu-se de 9.6 por cento em Dezembro de 1991 para 8.4 por cento, no final de 1992. A desaceleração do crescimento dos preços medidos no consumidor, em 1992, está afectada por dois aspectos: por um lado, a alteração do indicador utilizado pelo INE sobre-estima o abrandamento da inflação; por outro, a modificação das taxas do Imposto Sobre o Valor Acrescentado (IVA) actuou em sentido contrário. Apenas na medida em que o ajustamento do nível de preços resultante nas novas taxas do IVA se reflicta nos contratos (salariais) é que essas alterações fiscais terão impacte na taxa de inflação futura. Uma vez que a inflação também se reduziu na CE, o progresso na convergência nominal foi diminuto e, no final do ano, o diferencial de crescimento dos preços no consumidor em Portugal face à média comunitária situava-se ainda em pouco menos de 5 pontos percentuais.

A manutenção dum elevado ritmo de crescimento dos preços em 1992 reflectiu basicamente a persistência de pressões inflacionistas internas, uma vez que a inflação importada terá sido negativa. Com efeito, o deflator do PIB, que constitui um melhor indicador da in-

flação de origem interna do que os preços no consumo, ter-se-á cifrado em 12.4 por cento em 1992, 1.2 pontos percentuais abaixo do valor do ano anterior. Por seu lado, os preços das importações de bens e serviços registaram em 1992 uma queda de 4.4 por cento, em resultado duma apreciação nominal do escudo de cerca de 3 por cento, em termos efectivos, conjugada com uma quebra dos preços internacionais.

O dinamismo da procura de não transaccionáveis, suscitado por uma elevada elasticidade rendimento, despesas públicas e o impacte das transferências externas, traduziu-se num substancial aumento do respectivo preço, o que também impediu progressos mais rápidos no processo de desinflação. Estes aspectos são ilustrados pelos indicadores disponíveis sobre a inflação neste tipo de bens, que apontam para que esta tenha permanecido nos dois dígitos (11.2 por cento no conjunto dos não transaccionáveis, 13 por cento no caso concreto dos serviços).

***

Neste contexto geral, a política monetária e cambial em 1992 continuou assente numa estratégia de médio prazo firmemente anti-inflacionista, com vista à criação de condições para um desenvolvimento económico sólido e sustentado.

Até meados de Agosto, a existência de restrições às entradas de capitais permitiu a manutenção de alguma margem de autonomia na condução da política monetária interna, a par da prossecução de objectivos cambiais. Assim, a política monetária interna foi conduzida neste período tendo como referência uma trajectória de abrandamento regular da liquidez da economia, em direcção a uma meta de crescimento de 12 por cento em Dezembro de 1992. Em simultâneo, no domínio cambial, prosseguiu a orientação de não acomodação do diferencial de inflação entre Portugal e um grupo de economias com elevado grau de estabilidade de preços, impondo deste modo à economia nacional uma disciplina nominal semelhante à daqueles países. Esta opção foi solenemente formalizada, a partir de Abril, pela adesão do escudo ao MTC do SME, que consolidou a orientação não acomodatícia da política cambial e sinalizou inequivocamente o compromisso de estabilização nominal da economia portuguesa.

À semelhança do ano anterior, esta postura da política – materializada em taxas de juro nominais significativamente superiores às do exterior e elevado grau de confiança na moeda nacional – continuou a exercer um poderoso estímulo às entradas de capitais, traduzindo-se em pressões para apreciação do escudo. Deste modo, durante os primeiros oito meses do ano, as autoridades monetárias continuaram a acumular reservas cambiais; excluindo flutuações de valor, estas aumentaram mais de 5 mil milhões de dólares neste período, quase exclusivamente devido ao afluxo de capitais autónomos. Em paralelo, o escudo registou neste período uma significativa apreciação nominal, designadamente após a sua entrada para o MTC do SME e quase imediata subida para perto do limite superior da sua banda de flutuação.

Apesar das dificuldades colocadas pelas entradas de capitais sobre o controlo da liquidez, a permanência de condições monetárias rigorosas traduziu-se numa desaceleração sensível do crédito interno neste período, o que permitiu fazer regressar a liquidez a uma trajectória de abrandamento no segundo trimestre de 1992, após a aceleração que se vinha observando desde os meses finais de 1991. Esta evolução foi acompanhada por uma redução gradual das taxas de juro nominais, quer nos mercados monetários, quer nas operações bancárias activas e passivas com o público.

Em meados de Agosto, o Banco de Portugal, tendo em conta as orientações do Governo, anunciou a liberalização integral dos movimentos de capitais com o exterior, a implementar até final do ano, através dum desmantelamento faseado das restrições existentes. Essa medida veio alterar profundamente a configuração da política monetária em Portugal, reduzindo a margem de autonomia da política monetária interna ao espaço pro-

porcionado pela banda de flutuação do escudo no MTC do SME. Neste contexto, a prossecução duma política baseada em orientações quantitativas para a liquidez da economia deixou de ser viável, ficando as taxas de juro inteiramente afectas à manutenção da moeda nacional dentro dos limites de flutuação definidos. Neste quadro, a postura anti-inflacionista da política monetária e cambial – que ficaram virtualmente unificadas – passou a assentar na ligação a um conjunto de moedas de economias com elevada estabilidade nominal. A prazo, na medida em que essas economias mantenham baixos níveis de inflação, esta ligação proporciona à economia portuguesa uma âncora nominal que tende a assegurar a prossecução do processo desinflacionista. No curto prazo, no entanto, a liberalização das entradas de capitais tende a induzir uma queda das taxas de juro nominais e, na medida em que o ajustamento da inflação e das expectativas inflacionistas se processe mais lentamente, uma quebra das taxas de juro reais. Deste modo, a prossecução do processo desinflacionista, no curto prazo, passou a requerer um contributo adicional mais importante da política orçamental.

Na sequência do anúncio de liberalização dos movimentos de capitais, o Banco de Portugal reduziu de imediato as suas taxas de intervenção no mercado monetário. Esta medida foi acompanhada por uma queda generalizada das taxas de juro nos mercados monetários e nas operações bancárias com o público.

A irrupção da crise cambial do SME em Setembro, pondo fim a cinco anos de virtual estabilidade da grelha de paridades no MTC, e os subsequentes surtos de instabilidade cambial, afectaram também marcadamente a execução da política monetária e cambial em Portugal nos últimos meses de 1992. A crise do SME afectou também o escudo, desencadeando uma grande saída de capitais autónomos, designadamente pela venda de títulos nacionais por não-residentes, o que implicou uma redução das reservas cambiais em quase 4 mil milhões de dólares em Setembro e uma intensa pressão descendente sobre o escudo. As autoridades monetárias portuguesas reagiram a estes eventos, e em particular ao ataque especulativo sobre a moeda nacional, reafirmando o seu empenho na estabilidade cambial como meio para prosseguir o processo de estabilização nominal da economia no quadro do programa de convergência aprovado.

Com efeito, dada a situação vigente no mercado de trabalho, uma eventual desvalorização da moeda nacional transmitir-se-ia rapidamente aos salários e preços, resultando basicamente em inflação, sem efectivos ganhos reais. Além disso, ao relançar a ideia da acomodação, a desvalorização tenderia a desincentivar o esforço de canalização dos recursos para os fins mais eficientes. A isto acresce que a desvalorização não deixaria de comprometer seriamente o capital de credibilidade acumulado, tendendo a aumentar os custos da desinflação; em particular, como revelam as experiências de desvalorização dentro do SME, o risco cambial associado a moedas fracas tende a perdurar, traduzindo-se por um duradouro diferencial positivo de taxas de juro relativamente às alemãs, implicando presumivelmente custos actualizados sobre o crescimento superiores aos ganhos que poderiam advir do estímulo temporário da desvalorização.

Nestas condições, o Banco de Portugal recorreu em Setembro a um conjunto articulado de instrumentos para defender a moeda nacional contra o ataque especulativo: utilização da margem de manobra proporcionada pela banda de flutuação do escudo no MTC do SME para acomodação dos choques durante a crise; reactivação dos controlos existentes à saída de capitais (sem, todavia, proceder a qualquer alteração do âmbito destes controlos); intervenção no mercado cambial em defesa da moeda nacional; e, finalmente, no que constituiu a medida de maior impacto, suspensão das intervenções de carácter regular no mercado monetário, substituindo-as por leilões pontuais de liquidez, não esterilizando totalmente o impacto das intervenções cambiais sobre a base monetária e permitindo, assim, uma subida das taxas de juro no curto prazo. Esta subida foi temporária e confinou-se às taxas de

muito curto prazo, sugerindo que o objectivo de penalizar os especuladores sem afectar o resto da economia foi basicamente atingido. Dum modo geral, a actuação durante a crise foi bem sucedida e, com o progressivo regresso à normalidade, foram retomadas pouco tempo depois as operações regulares de absorção de liquidez.

Em Novembro, perante novo surto de instabilidade nos mercados cambiais, as autoridades portuguesas decidiram acompanhar as autoridades espanholas, que solicitaram um realinhamento de paridades no MTC do SME. Deste modo, as paridades centrais da peseta e do escudo foram desvalorizadas em 6 por cento. O realinhamento do escudo não visou alterar a opção genérica pela política cambial que vinha sendo prosseguida. Neste contexto, após o realinhamento e no decurso da parte final do ano, o Banco de Portugal actuou no sentido de manter a taxa de câmbio do escudo em torno de níveis relativamente estáveis.

Reflectindo o abrandamento económico e ajustamentos de carteira associados aos desenvolvimentos no mercado cambial, a liquidez desacelerou acentuadamente na segunda metade do ano, no final do qual crescia a um ritmo próximo dos 12 por cento. Este resultado deveu-se basicamente à sua contrapartida externa, em particular de Setembro em diante. Por seu turno, o crédito interno registou uma significativa aceleração em Setembro e nos meses subsequentes, num contexto de substituição de crédito externo por interno, reflectindo a subida do risco cambial do escudo.

No final do ano, os mercados monetário e cambial apresentavam sinais claros de acalmia, com a taxa de câmbio efectiva estável, uma tendência de descida das principais taxas de juro e de redução dos diferenciais de juro entre o euro-escudo e o marco (embora permanecendo ainda acima dos valores observados antes de Setembro), e uma diminuição progressiva das saídas líquidas de capitais autónomos. Nestas condições, o Banco de Portugal antecipou, para 16 de Dezembro, a completa liberalização dos movimentos de capitais com o exterior, o que se processou sem qualquer perturbação.

Quadro I.1

PORTUGAL: PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 1987-1992

	Unidades	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Produto interno bruto, PIB	tvr em %	5.1	4.0	5.5	4.2	2.2	1.5
Procura interna total	tvr em %	9.8	8.4	3.4	5.5	4.1	4.3
Consumo privado	tvr em %	5.2	6.8	2.8	5.0	5.2	4.7
Consumo público	tvr em %	4.4	7.6	3.1	1.9	3.2	1.5
Formação bruta de capital fixo	tvr em %	15.1	15.2	6.0	7.0	2.8	4.6
Exportações de bens e serviços	tvr em %	10.7	7.2	16.5	12.2	1.8	5.0
Importações de bens e serviços	tvr em %	23.7	18.1	8.7	14.0	6.5	11.3
Rendimento disponível das famílias, RD	tvr em % [a]	2.9	3.9	2.6	3.1	3.0	3.3
Taxa de poupança	em % do PIB	27.5	25.9	27.1	27.0	24.9	24.4
Sector privado [a]	em % do PIB	29.7	27.2	26.5	28.0	27.1	25.5
Famílias	em % do PIB	21.8	19.4	18.7	17.1	16.2	15.2
	em % do RD	24.9	22.7	22.5	21.1	20.1	18.9
Empresas	em % do PIB	7.9	7.7	7.8	10.9	10.9	10.3
Sector público	em % do PIB	-2.2	-1.2	0.6	-1.0	-2.3	-1.2
Taxa de inflação (IPC)[b]	média anual, %	9.4	9.7	12.6	13.4	11.4	8.9
	Dez./Dez., %	8.9	11.6	11.6	13.7	9.6	8.4
Taxa de inflação subjacente	média anual, %	10.2	9.7	12.6	13.2	12.7	11.8
Taxa de inflação de transaccionáveis	média anual, %	9.9	9.5	12.6	9.0	8.1	7.4
Taxa de inflação de não-transaccionáveis	média anual, %	8.5	9.9	12.6	19.1	15.2	11.2
Taxa de desemprego (em sentido restrito)[c]	em %	7.1	5.7	5.0	4.7	4.1	4.1
Emprego total[d]	tv em %	2.6	2.6	2.2	2.3	3.0	0.9
Emprego por conta de outrem[d]	tv em %	2.2	4.3	3.5	2.9	1.4	0.8
Remunerações nominais [e]	tv em %	16.2	9.8	12.6	17.3	17.9	14.4
Remunerações reais [f]	tv em %	5.4	0.1	-0.4	3.4	5.8	4.5
Produtividade por empregado	tv em %	2.5	1.4	3.3	1.9	-0.8	0.6
Custos unitários do trabalho, total da economia	tv em %	13.4	8.3	9.0	15.2	18.8	13.7
Balança de transacções correntes	em % do PIB	1.2	-2.4	0.4	-0.3	-1.0	-0.3
	mil milhões USD	0.4	-1.1	0.1	-0.2	-0.8	-0.2
Balança comercial	em % do PIB	-9.7	-13.2	-10.7	-11.3	-11.4	-11.3
Balança de invisíveis correntes	em % do PIB	11.0	10.8	11.1	11.0	10.5	11.1
Balança de operações de capitais	em % do PIB	3.9	4.8	9.6	6.4	9.7	0.4
Capitais autónomos	em % do PIB	3.6	5.6	10.4	8.2	11.5	-0.1
Investimento directo estrangeiro	em % do PIB	0.9	1.6	3.3	3.8	3.3	2.2
Termos de troca (comércio de bens e serviços)	tv em %	1.0	0.4	0.0	-1.1	-0.1	2.0
Taxa de câmbio real efectiva [g]	tv em %	-0.7	0.8	4.1	4.7	6.1	9.2
Reservas oficiais líquidas (Dezembro)[h]	mil milhões USD	12.4	11.7	16.2	20.5	26.1	24.6
Défice do Sector Público Administrativo (SPA)[i]	em % do PIB	6.9	5.4	3.9	5.3	6.4	5.2
Necessidades de financiamento do SPA	em % do PIB	8.5	7.8	6.4	6.1	5.5	4.7
Dívida pública directa bruta (Dezembro)	em % do PIB	71.5	74.2	70.8	66.7	67.2	63.8
Agregados monetários e de liquidez[j]							
L^-	tv em %, Dez./Dez.	20.9	15.2	10.3	15.8	15.2	12.5
M_2^- sem acordos de recompra de BT	tv em %, Dez./Dez.	18.4	14.2	12.1	14.2	23.3	16.0
M_1^-	tv em %, Dez./Dez.	23.4	15.2	14.0	13.0	9.8	16.6
Agregados de crédito interno [k]							
Crédito interno total	tv em %, Dez./Dez.	14.0	14.8	4.3	10.8	16.6	16.5
Crédito a empresas e particulares	tv em %, Dez./Dez.	8.3	11.7	5.8	15.1	23.0	10.0
Crédito líquido ao sector público	tv em %, Dez./Dez.	25.7	20.2	1.9	3.4	4.3	10.9
Taxas de juro							
Depósitos a prazo, 181 dias-1 ano [l]	em %, Dez.	14.0	13.0	13.0	14.5	15.2	13.2
Carteira comercial, 91-180 dias[m]	em %, Dez.	18.5	n.d.	n.d.	25.1	24.7	20.9
Empréstimos e outros créditos, 91-180 dias[m]	em %, Dez.		n.d.	n.d.	22.1	21.1	18.3
Bilhetes do Tesouro, 91 dias (mercado primário)[n]	em %, Dez.	14.0	12.5	17.2	17.2	17.8	16.0
Por memória							
PIB CE	tvr em %	2.7	4.1	3.4	2.9	1.5	1.1
Taxa de inflação (IPC) CE	média anual, %	3.4	3.6	5.1	5.7	5.0	4.3

(a) Poupança agregada de todos os agentes económicos excepto o Sector Público Administrativo.
(b) 1986 e 1987 IPC com base em 1976; 1988 a 1991 IPC com base em 1983; 1992 IPC com base em 1991.
(c) A taxa de desemprego de 1992 não é directamente comparável às dos anos anteriores.
(d) Em 1992, variação calculada com base na situação dos inquiridos pelo Inquérito Trimestral ao Emprego do INE, relativamente à sua situação 1 ano antes.
(e) Valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições para a Segurança Social.
(f) Utilizou-se o deflacionador do consumo privado das Contas Nacionais.
(g) Com base no Índice de Preços no Consumidor. Uma subida indica uma apreciação real do escudo.
(h) Com o ouro ao preço de mercado.
(i) Excluindo operações com activos financeiros.
(j) 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.
(k) Médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques em carteira das OIM.
(l) Antes de impostos. Até 1989, limite mínimo.
(m) Até 1987, limite máximo. A partir de 1990 inclusive, empresas privadas não financeiras.
(n) Até 1988 isenta de impostos. A partir de 1989, inclusive, sujeita a IRS ou IRC.
tv - Taxa de variação
tvr - Taxa de variação real

Capítulo II

ECONOMIA INTERNACIONAL E INTEGRAÇÃO EUROPEIA

1. Principais desenvolvimentos em 1992

Em 1992, assistiu-se a um significativo abrandamento da actividade económica na generalidade dos países ocidentais, com a notória excepção dos EUA, o qual foi acompanhado por um aumento do desemprego. Este facto foi particularmente importante para os países da Comunidade Europeia (CE), onde a crise no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) contribuiu para ampliar as incertezas quanto ao processo de construção da União Económica e Monetária (UEM). A existência de desemprego de longa duração, devido à inadaptação do capital humano às transformações estruturais resultantes da crescente integração económica europeia, bem como vários tipos de rigidez no mercado de trabalho deverão explicar o facto de a taxa de desemprego da CE ter permanecido em níveis elevados, durante os últimos anos, apesar do forte crescimento da actividade económica. O impasse nas negociações do GATT, em parte provocado pelo diferendo entre os EUA e a Europa quanto à reforma da Política Agrícola Comum (PAC), e as dificuldades na transição dos países da Europa de Leste para sistemas de economia de mercado foram factores parcialmente inesperados que contribuíram para a deterioração da confiança dos agentes económicos e, deste modo, reforçaram o abrandamento económico.

A irrupção da crise cambial no MTC do SME, em Setembro, constituiu outro evento da maior importância em 1992. Esta crise recordou a fragilidade de um regime de câmbios deste tipo, na ausência de controlos de capitais, quando se verificam divergências entre os países participantes, no que se refere aos fundamentos económicos, posições cíclicas ou elementos institucionais, e não existe suficiente coordenação de políticas. Até ao Verão de 1992, a estabilidade do SME assentava na credibilidade da UEM. No entanto, as dificuldades de alguns países em ratificarem o Tratado de Maastricht levantaram dúvidas quanto ao processo de construção da UEM e ao empenho dos vários países na prossecução dos seus Programas de Convergência. Os efeitos do abrandamento cíclico nos défices públicos e as pressões sociais e políticas, resultantes do aumento do desemprego, originaram dúvidas nos mercados quanto à continuidade das políticas económicas na CE, criando expectativas que estas poderiam desviar-se das suas opções fundamentais.

As economias da CE e do Japão desaceleraram ao longo de 1992, tendo registado taxas de variação do PIB de, respectivamente, 1.1 e 1.8[1]

(1) Por questões de compatibilização da informação os valores das Contas Nacionais para 1992, com excepção de Portugal, são os publicados pela OCDE no passado mês de Dezembro. A posterior divulgação de estimativas pelas diversas fontes nacionais sugere, no entanto, uma revisão para baixo do crescimento da actividade económica na generalidade dos países, exceptuando os EUA onde a recuperação foi mais forte do que o antecipado.

por cento, em termos reais. Nestes países, o abrandamento da actividade foi particularmente notório no segundo semestre, em que se acentuou a actual fase descendente do ciclo económico, depois da forte expansão entre 1986 e 1990. Numa análise desagregada das principais economias da CE, verifica-se que a generalidade dos países registou, em 1992, uma evolução menos favorável do que no ano anterior, com excepção do Reino Unido e da França, embora a economia inglesa tenha continuado em recessão (quebra real do PIB em 1 por cento) e a economia francesa, à semelhança dos restantes países europeus, tenha revelado uma significativa desaceleração na segunda metade do ano. Por contraste, os EUA registaram uma recuperação, a qual terá sido mais evidente no segundo semestre: o PIB cresceu cerca de 1.8 por cento em 1992, em volume, depois da evolução negativa registada no ano anterior.

O consumo foi a componente da procura interna menos afectada pelas flutuações económicas (ver tabelas anexas aos gráficos II.1, II.2 e II.3). O consumo privado na CE cresceu 1.4 por cento em 1992, em termos reais, contra 2 por cento no ano anterior; no Japão, a desaceleração foi de 2.7 para 2.1 por cento. Nestes países, a formação bruta de capital fixo (FBCF) teve um abrandamento superior, em particular no segundo semestre do ano; o Reino Unido, a França e Portugal constituíram excepções, embora, nas economias francesa e britânica, as taxas de variação da FBCF permanecessem negativas. Nos EUA, a recuperação da actividade foi acompanhada por uma forte aceleração da FBCF, a qual aumentou 4.8 por cento em 1992, em volume, depois do decréscimo de 8.5 por cento verificado no ano anterior; o consumo, por seu lado, teve uma aceleração de 2.6 pontos percentuais, passando de uma quebra de 0.6 por cento em 1991 para uma expansão de cerca de 2 por cento em 1992.

Num contexto de desaceleração dos principais mercados externos, designadamente no segundo semestre, as exportações de alguns países europeus tiveram uma evolução desfavorável neste período, o que acabou por ser decisivo para o menor crescimento das respectivas economias no conjunto do ano.

Apesar do abrandamento da actividade também ter atingido o sector dos serviços, a indústria foi mais afectada pela actual fase descendente do ciclo económico. Com efeito, em 1992, segundo valores preliminares para o conjunto da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), a produção industrial diminuiu 0.9 por cento, depois da quebra de 0.5 por cento verificada em 1991. Numa análise detalhada por países (quadro II.2), excluindo os EUA, todas as restantes grandes economias registaram quedas da produção industrial em 1992; com excepção do Reino Unido, estas foram mais acentuadas na segunda metade do ano. Esta evolução amplamente desfavorável deverá, no entanto, ser interpretada com cuidado, não podendo ser tomada como representativa do andamento da produção de toda a economia. Com efeito, o sector dos serviços tem apresentado nos últimos anos um dinamismo superior. Este facto pode ser visto através da comparação dos gráficos II.1 e II.4, onde se verifica que, exceptuando os EUA, o crescimento médio do PIB observado entre 1982 e 1992 foi superior à expansão média da produção industrial durante o mesmo período. Além disso, a produção industrial, à semelhança do investimento, tende a apresentar uma maior volatilidade ao longo do ciclo económico. Na realidade, nos gráficos acima referidos, verifica-se que o desvio padrão das taxas de crescimento da produção industrial é superior ao desvio padrão da taxas de crescimento do PIB.

A expansão da actividade económica nos países da OCDE ficou aquém do que era inicialmente previsto. Com efeito, o crescimento do PIB nos países pertencentes a esta zona económica deverá ter atingido 1.5 por cento, o que compara com as previsões de 2.2 e 1.8 por cento que haviam sido formuladas em Janeiro e Julho de 1992. Refira-se que esta revisão para baixo das expectativas de crescimento ao longo de 1992 foi extensiva às instituições internacionais que publicam regularmente previ-

Quadro II.1

CONTAS NACIONAIS

Taxas de variação reais em relação ao período anterior, dados corrigidos de flutuações sazonais

	1990	1991	1992[P]	1992[P] I Sem.	1992[P] II Sem.
Consumo privado					
OCDE	2.5	1.0	1.7	1.8	1.5
EUA	1.2	-0.6	2.0	2.4	2.1
Japão	4.2	2.7	2.1	1.8	1.5
CE	3.2	2.0	1.4	1.7	1.1
Alemanha[(a)]	5.3	3.6	1.4	2.0	1.0
França	2.9	1.5	1.6	1.5	1.3
Itália	2.8	2.8	2.0	2.6	0.5
Reino Unido	0.7	-2.1	-0.3	-0.3	0.5
Espanha	3.7	3.0	2.8	-	-
Portugal	5.0	5.2	4.7	-	-
Consumo público					
OCDE	2.5	1.9	-	-	-
EUA	2.8	1.2	-0.5	-0.2	0.4
Japão	1.9	3.4	1.9	2.9	2.6
CE	2.1	1.9	-	-	-
Alemanha[(a)]	2.4	0.5	3.0	3.6	1.5
França	1.9	2.9	2.1	1.9	1.7
Itália	1.3	1.7	0.9	0.7	0.7
Reino Unido	3.2	2.8	0.8	0.2	2.0
Espanha	4.2	4.4	3.6	-	-
Portugal	1.9	3.2	1.1	-	-
FBCF					
OCDE	1.9	-3.0	-	-	-
EUA	-2.8	-8.5	4.8	7.1	5.4
Japão	9.5	3.4	-0.2	-0.8	2.3
CE	4.1	0.0	-	-	-
Alemanha[(a)]	8.7	6.5	3.2	12.3	-9.1
França	2.9	-1.2	-1.1	-1.1	-1.8
Itália	3.3	0.9	0.1	-1.6	-2.9
Reino Unido	-3.1	-9.9	-3.0	-2.4	-4.0
Espanha	6.9	1.6	-1.3	-	-
Portugal	7.0	2.8	4.0	-	-
Exportações					
OCDE	7.4	5.1	-	-	-
EUA	8.1	5.8	5.1	4.2	1.8
Japão	7.3	5.2	4.0	2.9	1.8
CE	7.2	5.1	-	-	-
Alemanha[(a)]	11.7	12.7	-1.0	-2.4	-0.5
França	5.5	3.6	5.9	7.0	2.1
Itália	7.8	-0.8	4.8	8.1	4.5
Reino Unido	4.9	0.3	3.2	2.1	3.8
Espanha	3.2	8.4	7.1	-	-
Portugal	12.2	1.8	5.2	-	-
Importações					
OCDE	5.6	0.7	-	-	-
EUA	3.0	-0.1	8.4	6.4	7.7
Japão	8.6	-4.6	0.0	-2.7	1.6
CE	7.3	4.9	-	-	-
Alemanha[(a)]	12.4	12.1	2.4	3.6	0.0
França	6.5	2.9	2.1	1.2	2.5
Itália	7.9	2.9	6.8	8.5	4.4
Reino Unido	1.0	-3.1	6.2	9.0	3.5
Espanha	7.8	9.4	8.4	-	-
Portugal	14.0	6.5	11.4	-	-
PIB					
OCDE	2.4	0.8	1.5	1.7	1.2
EUA	0.8	-1.2	1.8	2.0	2.2
Japão	5.2	4.4	1.8	1.9	1.5
CE	2.9	1.5	1.1	1.5	0.0
Alemanha[(a)]	4.8	3.7	1.4	2.9	-0.9
França	2.2	1.2	1.9	2.1	0.6
Itália	2.2	1.4	1.2	1.8	-0.4
Reino Unido	0.5	-2.2	-1.0	-1.9	-0.1
Espanha	3.6	2.4	1.4	-	-
Portugal	4.2	2.2	1.5	-	-

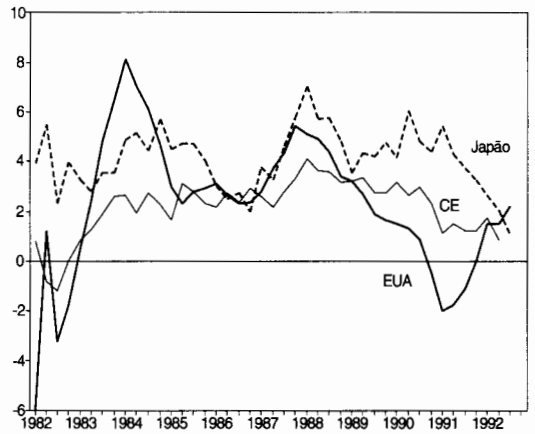
Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

(a) Alemanha Ocidental em 1990 e 1991. Alemanha Unificada em 1992.

Gráfico II.1

PRODUTO INTERNO BRUTO

Valores trimestrais, taxas de variação homólogas em termos reais



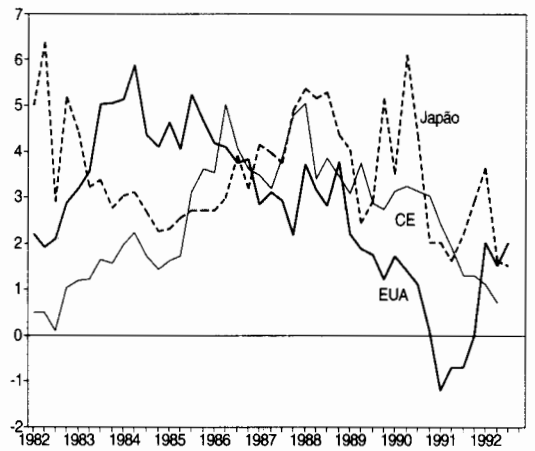
	Média	Desvio padrão
EUA	2.3	2.8
Japão	4.1	1.2
CE	2.2	1.1

Fonte: EUROSTAT.

Gráfico II.2

CONSUMO PRIVADO

Valores trimestrais, taxas de variação homólogas em termos reais



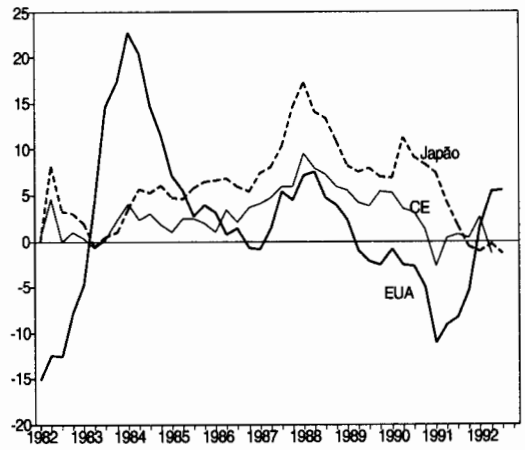
	Média	Desvio padrão
EUA	2.8	1.7
Japão	3.5	1.2
CE	2.5	1.3

Fonte: EUROSTAT.

Gráfico II.3

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

Valores trimestrais, taxas de variação homólogas em termos reais



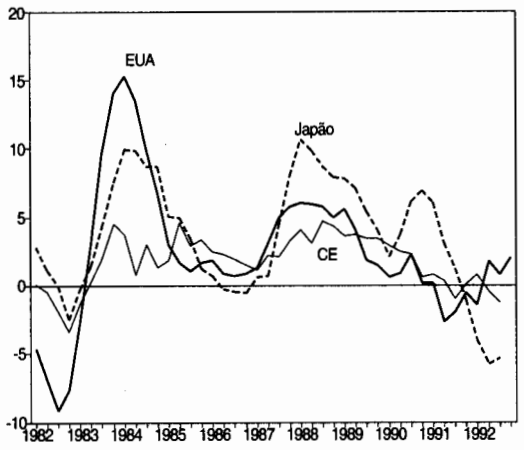
	Média	Desvio padrão
EUA	1.7	8.5
Japão	6.0	4.4
CE	2.9	2.6

Fonte: EUROSTAT.

Gráfico II.4

ÍNDICES DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Valores trimestrais, taxas de variação homólogas em termos reais



	Média	Desvio padrão
EUA	2.4	5.1
Japão	3.6	4.3
CE	1.8	1.9

Fonte: OCDE.

Quadro II.2

ÍNDICES DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Taxas de variação homólogas

	1990	1991	1992[P]	1992[P]	
				I Sem.	II Sem.
OCDE[(a)]	1.8	-0.5	-0.9	-0.8	-1.1
EUA	1.0	-2.0	1.5	1.5	1.4
Japão	4.8	2.2	-5.5	-4.9	-6.2
CE[(a)]	1.9	-0.1	-0.5	0.2	-1.3
Alemanha[(b)]	5.1	2.9	-1.7	-0.3	-3.0
França	1.9	0.2	-1.1	0.0	-2.4
Itália	-0.7	-2.1	-1.3	-0.0	-2.7
Reino Unido	-0.6	-2.9	-0.3	-0.7	0.1
Espanha	0.1	-0.9	-1.7	0.2	-3.8
Portugal[(a)]	9.0	-0.2	-2.0	0.3	-4.9

Fonte: OCDE e INE.
(a) Valores de 1992 referem-se aos primeiros 11 meses do ano.

sões de médio-prazo, como é o caso da Comissão da CE e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Enquanto na generalidade dos países da CE e no Japão estas revisões corresponderam ao adiar da retoma da actividade económica, no caso dos EUA, estas alterações apenas diminuíram o ritmo de recuperação. A revisão das previsões foi particularmente importante no que se refere ao segundo semestre de 1992. Para este período, ao invés da recuperação que se previa em Dezembro de 1991 (taxa de crescimento real de 3.1 por cento), estima-se agora que o PIB terá abrandado para 1.2 por cento na zona da OCDE, e estagnado na CE.

As perspectivas para 1993 não são favoráveis. Com efeito, as previsões publicadas pela OCDE em Dezembro de 1992 têm sido objecto de importantes revisões para baixo por parte das autoridades de alguns países e de certos institutos económicos. Este maior pessimismo deverá ser atribuído à divulgação de valores referentes aos primeiros meses de 1993, que ampliam as perdas da produção industrial e as subidas do desemprego, e à manutenção de um clima de forte incerteza nos mercados. As negociações ao abrigo do GATT, a transição dos países do Leste da Europa para sistemas de economia de mercado e o empenho das autoridades da CE na construção da UEM, atra-

Quadro II.3

PREVISÕES DA OCDE PARA O CRESCIMENTO DO PIB REAL

Taxas de variação em relação ao período anterior, dados corrigidos de flutuações sazonais

Previsões divulgadas em	Dezembro 1991				Junho 1992				Dezembro 1992			
	1992	1993	1992		1992	1993	1992		1992	1993	1992	
			I Sem.	II Sem.			I Sem.	II Sem.			I Sem.	II Sem.
OCDE	2.2	3.3	2.2	3.1	1.8	3.0	1.6	2.8	1.5	1.9	1.7	1.2
EUA[a]	2.2	3.8	1.8	3.7	2.1	3.6	1.7	3.7	1.8	2.4	2.0	2.2
Japão[b]	2.4	3.5	2.7	3.3	1.8	3.1	1.5	2.4	1.8	2.3	1.9	1.5
CE	2.1	2.7	2.6	2.6	1.5	2.5	1.5	2.1	1.1	1.2	1.5	0.0
Alemanha[b][c]	2.5	-	-	-	1.8	2.8	-	-	1.4	1.2	2.9	-0.9
França	2.1	2.7	1.9	2.4	2.0	2.6	1.7	2.0	1.9	1.6	2.1	0.6
Itália	2.0	2.5	2.3	2.4	1.5	2.1	1.5	1.7	1.2	0.8	1.8	-0.4
Reino Unido	2.2	3.2	2.4	3.1	0.4	2.6	-0.1	2.5	-1.0	1.3	-1.9	-0.1
Espanha	2.9	3.2	-	-	2.6	3.2	-	-	1.4	0.9	-	-
Portugal	2.6	2.7	-	-	2.8	3.3	-	-	1.9	1.7	-	-

Notas:

(a) As previsões de Dezembro de 1991 referem-se ao PNB.

(b) As previsões de Dezembro de 1991 e de Junho de 1992 referem-se ao PNB.

(c) Alemanha Unificada.

vés da ratificação do Tratado de Maastricht e de uma maior coordenação das políticas económicas, constituem factores cujos desenvolvimentos, sendo difíceis de antecipar, poderão alterar significativamente os valores agora previstos.

Em contraste com os EUA e de uma forma mais acentuada do que no Japão, as actuais previsões para a CE apontam para a manutenção da actividade a um nível reduzido, em especial na Alemanha e na Espanha (os dois mais importante destinos das exportações portuguesas), mas igualmente nos restantes estados-membros.

Apesar de a reunificação alemã ser susceptível de aumentar a prazo o crescimento económico da CE, os custos deste ajustamento têm-se revelado superiores aos inicialmente previstos. Na realidade, por um lado, o elevado desvio de fundos para a reestruturação do território da ex-RDA originou uma diminuição do crescimento da actividade devido à menor produtividade imediata do capital investido em infraestruturas e reconversão. Neste contexto, as importações da Alemanha desaceleraram significativamente em 1992, afectando a generalidade dos exportadores dos restantes países europeus. Por outro lado, embora as autoridades alemãs tenham diminuído as taxas de juro no mercado monetário a partir de Setembro de 1992, estas continuam elevadas devido à procura de fundos associada à transferência de recursos para a parte Leste e às pressões inflacionistas da convergência dos salários e da actualização de preços anteriormente administrados.

Devido à necessidade de manter as suas moedas dentro dos limites de flutuação cambial autorizados, as restantes economias do MTC-SME viram-se forçadas a subir as taxas de juro, o que, atendendo à diminuição das expectativas de inflação, terá provocado uma significativa subida das taxas de juro reais. Saliente-se, contudo, que a permanência no MTC-SME, abdicando dos eventuais impulsos de crescimento de curto prazo que a desvalorização e a descida das taxas de juro de prazos mais curtos poderiam acatar, cimentaram ganhos de credibilidade, cujos efeitos a médio prazo poderão ser importantes para facilitar a transição para a UEM e permitir uma maior expansão da actividade económica. Esta ideia é reforçada atendendo ao facto da descida das taxas de juro de curto prazo da libra esterlina

e da lira, após o seu afastamento do MTC-SME, ter sido acompanhada de uma inversão da *yield curve*, reflectindo um aumento do prémio de risco associado a essas economias.

Actualmente existe um maior pessimismo face aos processos de construção da UEM e de ajustamento das economias do Leste, depois de nos últimos anos se ter vivido um grande optimismo sobre estes fenómenos. A deterioração da confiança dos agentes económicos não deixará de ter efeitos na evolução da actividade em 1993, através de um adiar das decisões de consumo e de investimento.

Uma melhor avaliação das carências económicas no Leste e a manutenção de um clima de instabilidade política e social têm realçado as dificuldades de ajustamento destas economias. Em relação ao processo de construção da UEM, em primeiro lugar, existem dificuldades de alguns países ratificarem o Tratado de Maastricht; em segundo lugar, os critérios exigidos pelo Tratado para a inclusão de um Estado-membro na UEM tornaram-se mais difíceis de atingir na actual fase de abrandamento económico, devido às pressões para alterar as políticas de estabilização adoptadas nos últimos anos e aos efeitos cíclicos sobre as contas do sector público. A percepção destas dificuldades por parte dos agentes económicos esteve na origem das pressões cambiais verificadas a partir do Verão, as quais contribuíram para avolumar as dúvidas em relação ao processo da UEM.

O abrandamento económico originou pressões para um aumento dos desequilíbrios orçamentais na generalidade dos países da OCDE (ver quadro II.4). No entanto, corrigindo as contas do sector público pelos efeitos das flutuações da actividade económica, continuou a registar-se, com excepção da Espanha e da Alemanha, uma deterioração, embora de menor montante. A necessidade das autoridades renunciarem a eventuais medidas expansionistas tendentes a atenuar a fase descendente do ciclo económico é particularmente importante nos países da CE, designadamente naqueles em que a consolidação orçamental é imperiosa, sob pena de comprometer o cumprimento dos critérios de Maastricht. Aliás, nesta linha de análise, refira-se que as autoridades da Espanha e da Itália implementaram, em 1992, medidas de correcção tendo por fim uma aproximação aos objectivos orçamentados. Por contraste, no Japão, o facto do anterior ciclo de expansão ter sido acompanhado por um significativo acréscimo do excedente orçamental, permite agora uma maior margem de manobra para tentar atenuar a actual fase de abrandamento económico. Com efeito, as autoridades nipónicas anunciaram, em 1992 e no início de 1993, vastos planos de aumento das despesas públicas de investimento com o objectivo de relançarem a economia. No caso dos EUA, as autoridades apresentaram, já em 1993, um plano de redução do défice público, o qual deverá ser facilitado pela actual recuperação da economia.

Quadro II.4

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

Défice (-) ou excedente (+)

Em percentagem do PIB

	1990	1991	1992[P]	1992[P(d)]	
				Variação verificada	Variação corrigida[(e)]
OCDE[(a)]	-1.8	-2.7	-3.8	-1.2	-0.4
EUA[(b)]	-2.5	-3.4	-4.7	-1.3	-0.4
Japão	3.0	2.4	1.3	-1.1	-0.5
CE	-4.0	-4.3	-4.8	-	-
Alemanha[(c)]	-2.0	-3.2	-3.2	-0.1	0.2
França	-1.4	-2.2	-2.8	-0.6	-0.3
Itália	-10.9	-10.2	-11.1	-0.9	-0.2
Reino Unido	-1.3	-2.8	-6.6	-3.7	-2.1
Espanha	-4.0	-4.9	-4.7	0.2	1.2
Portugal	-5.9	-5.8	-4.7	-	-

Fonte: OCDE, Comissão das Comunidades Europeias e Banco de Portugal.

Notas:

(a) Total para 19 economias da OCDE.

(b) Não considera despesas relacionadas com seguros de depósitos.

(c) Alemanha Ocidental em 1990. Alemanha Unificada em 1991 e 1992.

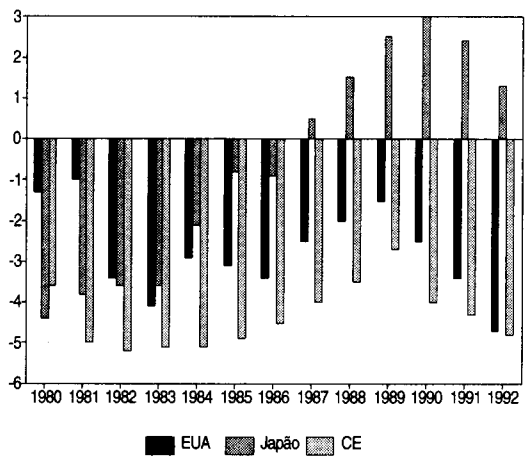
(d) Um sinal positivo indica uma redução do défice (ou aumento do excedente), um sinal negativo indica um aumento do défice (ou redução do excedente). A variação verificada poderá não corresponder exactamente à diferença por questões de arredondamento.

(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.

Gráfico II.5

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

Em percentagem do PIB

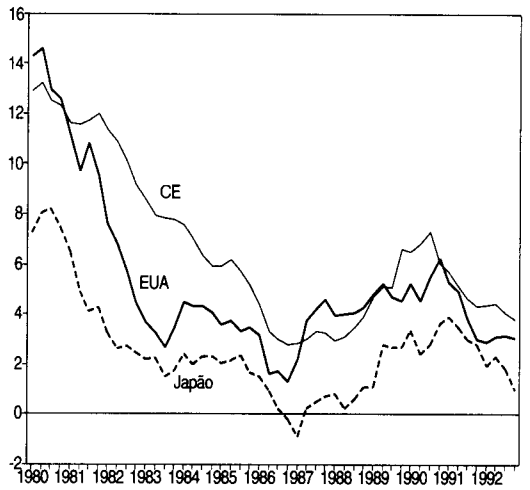


Fonte: OCDE e Comissão da CE.

Gráfico II.6

ÍNDICES DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Valores trimestrais, taxas de variação homólogas



Fonte: OCDE.

As actuais dificuldades na Europa são ampliadas pelos vários tipos de rigidez existentes no mercado de trabalho. Com efeito, em primeiro lugar, a pouca flexibilidade dos salários reais não permite compensar o seu grande crescimento durante os últimos anos: como reflexo do optimismo vivido durante a anterior fase ascendente do ciclo económico, as negoci-

Quadro II.5

ÍNDICES DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homólogas

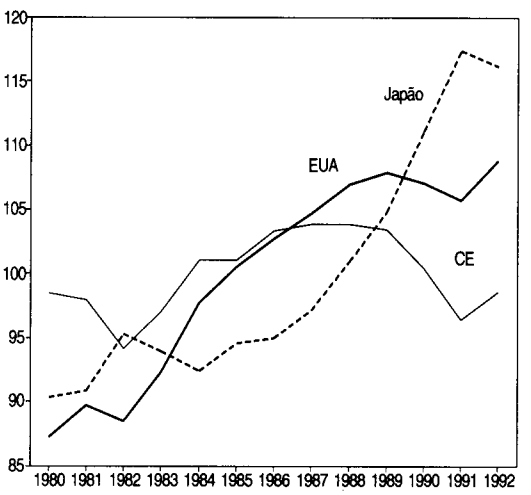
	1990	1991	1992[P]	1992[P]	
				I Sem.	II Sem.
EUA	5.4	4.3	3.1	3.0	3.1
Japão	3.1	3.3	1.7	2.0	1.3
CE	5.7	5.0	4.3	4.7	3.9
Alemanha[(a)]	2.7	3.5	4.0	4.4	3.6
França	3.4	3.1	2.8	3.1	2.5
Itália	6.2	6.4	5.1	5.6	4.8
Reino Unido	9.5	5.9	3.8	4.2	3.3
Espanha	6.7	6.0	5.9	6.4	5.4
Portugal[(b)]	13.4	11.4	8.9	9.0	8.9

Fonte: EUROSTAT e INE.
(a) Alemanha Ocidental.
(b) IPC sem rendas de casa.

Gráfico II.7

PRODUTIVIDADE MÉDIA[(a)]

Em índice, 1980-92=100

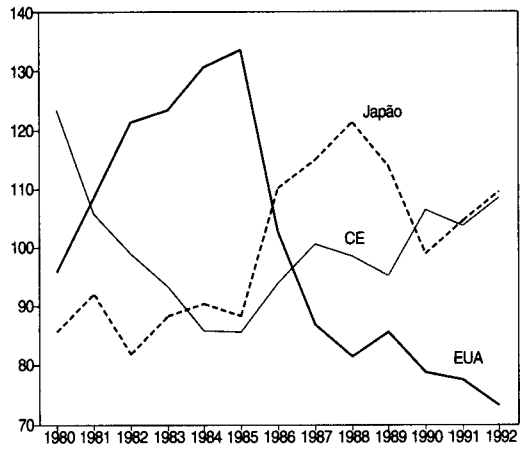


Fonte: Comissão da CE.
Nota:
(a) Produto interno bruto a dividir pelo emprego total.

Gráfico II.8

CUSTOS DE TRABALHO POR UNIDADE PRODUZIDA[a]

Em índice, 1980-92=100



Fonte: Comissão da CE.

Nota:

(a) Em termos relativos face ao conjunto dos países industrializados. O indicador refere-se a toda a economia. Uma subida (descida) do índice corresponde a uma deterioração (melhoria) da competitividade do factor trabalho.

ações salariais foram pouco moderadas, o que, em conjunto com a descida da inflação, terá originado aumentos dos salários reais superiores à evolução da produtividade. O aumento dos custos unitários de trabalho em relação aos principais parceiros comerciais sugere que esta diminuição da rentabilidade deverá ter sido mais notória na CE. A deterioração da competitividade por aumento de custos fixos é particularmente nefasta atendendo ao aumento do abrandamento da procura.

Em segundo lugar, a existência de subsídios de desemprego desincentivadores da oferta de trabalho, a pouca flexibilidade no despedimento de mão-de-obra excedente e alguma inadaptação do capital humano às exigências do mercado poderão explicar o facto de o anterior ciclo de expansão económica não ter possibilitado uma descida da taxa de desemprego na CE para níveis inferiores a 8 por cento. Estas distorções do mercado de trabalho poderão constituir um travão à retoma da actividade.

Ao longo de 1992, a generalidade dos países da OCDE registou uma significativa subida das taxas de desemprego. Mesmo no caso dos EUA, a recuperação da economia tem sido acompanhada por um aumento da produtividade média, não permitindo uma acentuada diminuição do desemprego. Como excepção refira-se o Japão, cujas características muito próprias do mercado de trabalho evitaram, uma vez mais, grandes flutuações da taxa de desemprego, que permaneceu num nível muito baixo. No conjunto da OCDE, a taxa de desemprego subiu para 7.9 por cento (7.2 por cento em 1991), enquanto na CE a taxa é já superior a 10 por cento (9.2 por cento no ano anterior).

Como é habitual, em alturas de aumento do desemprego, os particulares ajustaram as suas despesas em consumo, contribuindo, deste modo, para uma desaceleração da procura. No actual período de abrandamento das economias da CE, este efeito poderá ser particularmente importante, atrasando a desejada

Quadro II.6

TAXAS MÉDIAS DE DESEMPREGO

Em percentagem

	1990	1991	1992[P]	1992[P]	
				I Sem.	II Sem.
OCDE	6.2	7.2	7.9	7.8	8.0
EUA	5.5	6.7	7.4	7.4	7.5
Japão	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
CE	8.4	9.2	10.1	10.0	10.3
Alemanha[a]	7.2	6.3	6.6	6.4	6.9
França	9.0	9.5	10.3	10.2	10.4
Itália	11.2	10.9	11.0	11.0	11.1
Reino Unido	5.8	8.1	9.8	9.5	10.1
Espanha	15.6	15.2	14.9	15.0	14.9
Portugal[b]	4.7	4.1	4.1	4.0	4.3

Fonte: OCDE, Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE e INE.

Notas:

(a) Alemanha Ocidental.

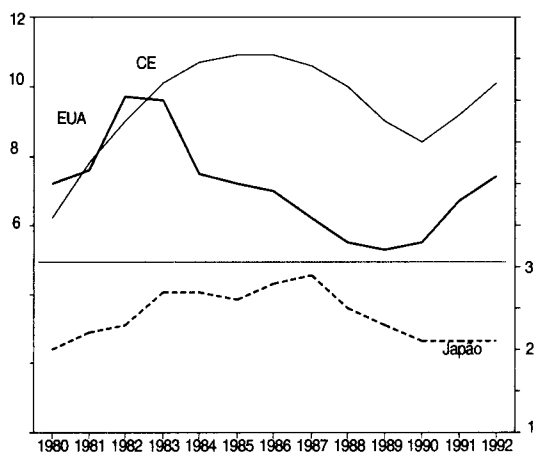
(b) A partir de 1992 os valores resultam da nova série do Inquérito Trimestral ao Emprego; alterações metodológicas e conceptuais impossibilitam uma comparação directa com os valores anteriores.

retoma da actividade. Em primeiro lugar, existem sinais que o actual aumento do desemprego tem afectado um maior número de sectores da actividade económica, incluindo os serviços, e de especializações profissionais. Em segundo lugar, os particulares atribuem uma maior probabilidade à hipótese de a actual situação de desemprego se prolongar por mais tempo, o que deverá estar associado às alterações estruturais decorrentes da crescente integração europeia.

Gráfico II.9

TAXAS MÉDIAS DE DESEMPREGO

Em percentagem



Fonte: OCDE.

No caso dos EUA, do Japão, do Reino Unido e de alguns países do Norte da Europa, o ajustamento dos elevados níveis de endividamento das empresas e particulares à evolução dos preços dos activos constituiu um factor de abrandamento da procura desde 1990. Com efeito, nestes países, atendendo à moderada evolução da riqueza – associada à descida dos preços da bolsa e do mercado imobiliário em relação aos níveis observados durante a segunda metade da década de oitenta – os agentes económicos estão preocupados com diminuir as dívidas contraídas durante a anterior fase de expansão do ciclo económico, ou então, com aplicar os seus recursos em activos financeiros sem risco. Aliás, esta retracção das despesas em consumo e investimento explica a lentidão da resposta da procura aos impulsos da política monetária que foi adoptada nos EUA, no Reino Unido e no Japão durante os últimos anos. A redução do valor dos activos, num contexto de aumento das dificuldades de cobrança de alguns créditos, originou problemas de cumprimento dos rácios de solvabilidade em várias instituições de crédito. Assim, estas instituições mostram-se mais prudentes na concessão de novos empréstimos, contribuindo também para a falta de resposta da economia à descida das taxas de juro oficiais.

A actual fase de abrandamento económico da CE radica em problemas cuja resolução dificilmente poderá ocorrer em 1993. Por contraste, nos EUA e no Japão, a tendência de desaceleração da actividade, que os EUA já conseguiram inverter na segunda metade de 1992, parece estar essencialmente ligada a problemas conjunturais relacionados com o ajustamento dos níveis de dívida dos agentes económicos em relação à quebra de preços no mercado de activos.

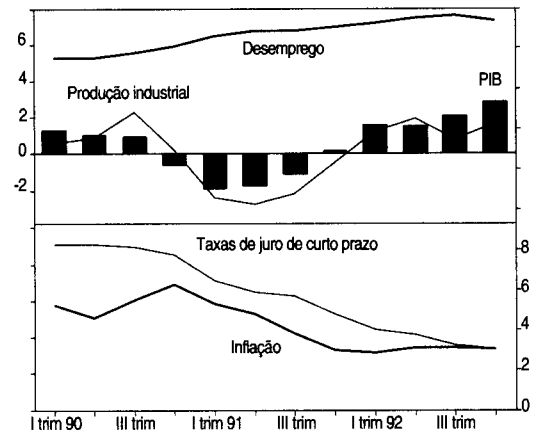
Assim, na CE, com o objectivo de encurtar a actual fase descendente do ciclo económico, além de se procurar implementar gradualmente uma maior flexibilidade no mercado de trabalho – objectivo assumido em todos os Programas de Convergência – é desejável uma maior coordenação das políticas económicas de forma a sinalizar o empenho na construção da UEM e uma minimização dos custos associados à fase de transição dos países do Leste. Neste sentido, destacam-se algumas medidas que foram adoptadas já em 1993. Na Alemanha, foi celebrado um acordo entre o governo e a oposição, conhecido como Pacto de Solidariedade, tendente a repartir os encargos do financiamento da parte Leste pelos vários parceiros sociais, enquanto os últimos acordos salariais revelam uma maior moderação. Os ministros das finanças da CE, por seu lado, concordaram em implementar uma Iniciativa de Crescimento, a qual se pretende que seja feita de uma forma coordenada com os principais parceiros da Comunidade, designadamente os

EUA, o Japão e os países da EFTA. Simultaneamente, decidiram alargar o prazo, para 1996, dos Programas de Convergência relacionados com a transição para a UEM, embora reafirmando o calendário para a adopção da moeda única. Finalmente, é de salientar o empenho nas negociações com vista a um maior auxílio financeiro por parte das economias ocidentais a alguns países do Leste.

A necessidade de estimular a actividade económica no Japão e na CE, bem como as dificuldades de compatibilizar a recuperação da economia norte-americana com o objectivo de reequilíbrio externo não dever constituir pretexto para impedir a gradual eliminação das actuais barreiras ao comércio internacional. Assim, um maior empenho nas actuais negociações do GATT, além dos efeitos de médio prazo na promoção do comércio internacional como motor do crescimento económico, poderá constituir um factor de melhoria imediata nas expectativas dos agentes económicos.

Gráfico II.10

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA



Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Nota: PIB e Produção industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

2. Evolução das economias dos principais países industrializados

A conjuntura dos EUA, contrariamente à da CE e Japão, mostrou sinais de clara recuperação no segundo semestre, registando o maior crescimento (1.8 por cento) desde 1988, apoiado em especial no consumo privado e também na FBCF. O mercado de trabalho, todavia, ainda não reflectiu esta melhoria da situação económica; nesta fase de retoma, o crescimento foi basicamente apoiado em ganhos de produtividade, associados a investimentos em novas tecnologias e aumento do número de horas trabalhadas. No primeiro semestre, apenas as exportações (pela fraqueza do dólar) e o sector da construção e mercado de habitação (em virtude das descidas das taxas de juro, ocorridas desde Agosto de 1991) mostraram algum dinamismo.

As contas externas sofreram uma deterioração em 1992, em consequência da recuperação norte-americana, associada ao aumento da penetração das importações, conjuntamente com a fraqueza da economia mundial. A inflação teve um comportamento favorável ao longo do ano, em resultado da situação no mercado de trabalho – com significativa desaceleração dos custos em trabalho por unidade produzida (CTUP), em grande parte devido aos ganhos de produtividade – e da procura mundial fraca, exercendo pouca pressão sobre os preços das matérias-primas.

O défice público registou novo agravamento (ver gráfico II.5), com impacto negativo sobre a taxa de poupança nacional. A necessidade de inflectir esta evolução levou a nova Administração a apresentar, já em 1993, um pacote orçamental, para o período 1993-97, englobando subidas de impostos e cortes nas despesas, especialmente na defesa.

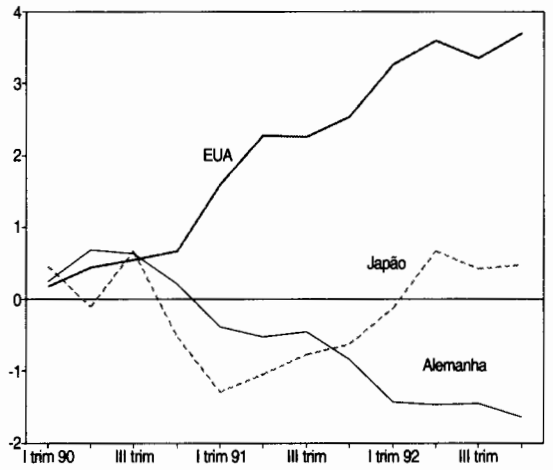
No respeitante à política monetária, as autoridades baixaram, por diversas vezes, até Setembro, as taxas de juro – no seguimento da política do ano anterior – o que ficou a dever-se à inexistência, até essa data, de sinais claros de recuperação, lento crescimento do agregado M2 e moderação da inflação; todavia, o crédito ao consumo desceu, dada a preferên-

cia dos consumidores pelo pagamento de dívidas anteriormente contraídas. Em consequência desta política, os diferenciais de juro negativos face à Alemanha ampliaram-se – o que contribuiu para acentuar as pressões no MTC do SME – mas a oferta de moeda e de crédito continuaram fracas. As sucessivas descidas das taxas a curto-prazo e a depreciação do dólar terão gerado expectativas inflacionistas a médio-prazo traduzidas numa acentuada e crescente inclinação positiva da curva de rendimentos. Os bancos desceram rapidamente as taxas dos depósitos mas foram mais reticentes a reduzir as taxas dos créditos, em virtude da necessidade de melhorar os rácios de capital. Por outro lado, os clientes preferiram investimentos em acções e obrigações, em detrimento dos depósitos a prazo e instrumentos do mercado monetário, que apresentam rendimentos inferiores. Este facto terá alterado a relação histórica entre a velocidade de M2 e as taxas a curto prazo e, em consequência, as taxas de crescimento dos agregados monetários ficaram abaixo do limite mínimo fixado pelo Fed.

Gráfico II.12

DIFERENÇA ENTRE TAXAS DE JURO DE LONGO E CURTO PRAZOS

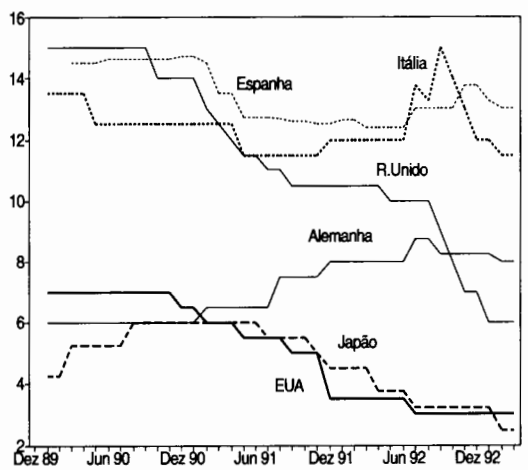
Em pontos percentuais



Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Gráfico II.11

TAXAS DE JURO OFICIAIS



Fonte: OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

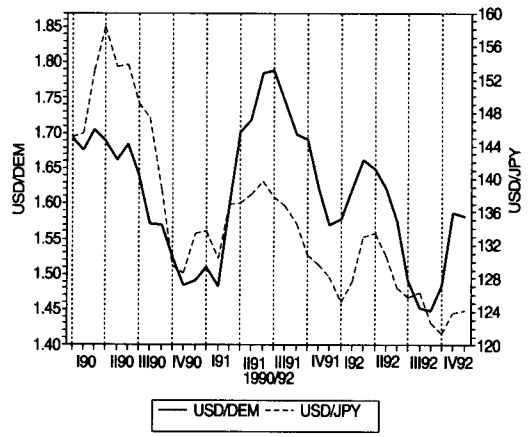
Nota: Alemanha, Itália, EUA e Japão: taxa de desconto; Espanha: taxa de crédito aos bancos a 10 dias; Reino Unido: *London clearing banks base rate.*

Não havendo margem para o estímulo orçamental e visto que, ao baixo nível existente das taxas de juro, o impacte de novas descidas seria diminuto, as autoridades terão considerado que a depreciação cambial poderia dar um contributo importante para a recuperação da economia, não sendo pois de estranhar a sua complacência activa perante o enfraquecimento do dólar, em grande parte do ano de 1992.

As perspectivas para 1993 quanto à produção dependerão da recuperação da procura, em especial do consumo; dado o baixo nível de *stocks* e de capacidade utilizada, é de prever uma resposta rápida da oferta. Existe, contudo, a preocupação de que a situação no mercado de trabalho possa reduzir a contribuição do sector privado para o crescimento, em virtude dos consumidores estarem a evitar incorrer em novo endividamento. As perspectivas quanto ao emprego vão depender da duração e intensidade da recuperação.

Gráfico II.13

EVOLUÇÃO DO DÓLAR

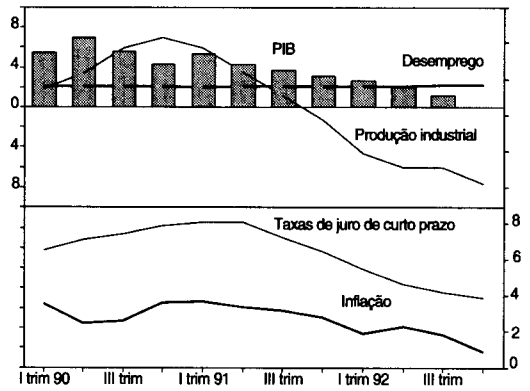


A economia japonesa encontra-se numa fase de ajustamento, face ao elevado nível de endividamento e sobreinvestimento do passado e descida dos lucros. Como principais características da economia em 1992, refira-se a significativa desaceleração do crescimento (de 4.4 por cento em 1991 para 1.8 por cento em 1992) e excedentes externos recordes e crescentes. Embora o ritmo de crescimento das exportações tenha desacelerado – tendo sido afectado negativamente pela apreciação real do iene desde 1990 e pela fraca procura externa – as importações em volume reduziram-se, em consequência da evolução da procura interna; as razões de troca concorreram para a expansão dos excedentes, tendo o preço dos importações decrescido acentuadamente.

A forte queda da Bolsa de Tóquio – que se acentuou nos meses de Verão – afectou negativamente a confiança dos agentes económicos e reduziu a riqueza, o que, conjuntamente com a deterioração dos lucros das empresas e menor crescimento do rendimento pessoal, provocou uma desaceleração das despesas de consumo. Este facto, associado à redução do investimento das empresas – que, no quarto trimestre se encontrava a descer pelo sexto trimestre consecutivo – acentuou o abrandamento da actividade económica e conduziu a significativas quedas da produção industrial e aumento dos *stocks*.

Gráfico II.14

JAPÃO



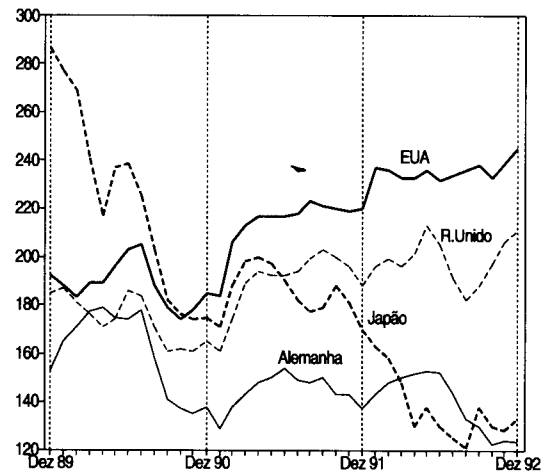
Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

Gráfico II.15

COTAÇÕES DE ACÇÕES

Em índice, 1985=100



Fonte: OCDE.

Nota: 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).

Ao longo do ano, a política monetária tornou-se menos restritiva, de forma a apoiar a economia e a Bolsa. No entanto, apesar das descidas das taxas de juro, o agregado monetário M2 mais Certificados de Depósitos (M2+CD) cresceu a taxas muito baixas e mesmo negativas a partir de Setembro. A inexistência de resposta à descida das taxas de juro poderá ser explicada pela situação de grande endividamento dos bancos e pelo facto destes não satisfazerem os rácios de solvabilidade. A queda do valor das acções reduziu a base de capital dos bancos, o que os terá levado a um maior rigor na concessão de crédito. No entanto, a restritividade da política é difícil de medir por este agregado, uma vez que a procura foi afectada por desvios de fundos de depósitos bancários para outros instrumentos com maiores rendimentos.

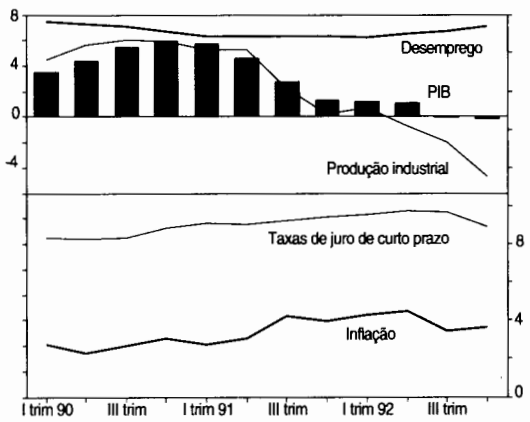
A política orçamental foi igualmente expansionista, com a aprovação de medidas discricionárias em Agosto e de um orçamento suplementar em Dezembro, para incentivar a despesa e apoiar o mercado de capitais. Estes estímulos foram possíveis pela política orçamental de "prudência" do passado. De facto, contrariamente a outros países, o Japão aproveitou a fase de expansão dos anos 80 para consolidar as finanças públicas, registando desde então fortes excedentes orçamentais (ver gráfico II. 5).

Em 1993, a economia deverá continuar na fase de ajustamento, face à descida da confiança dos empresários (para o nível mais baixo desde meados dos anos 70) e um nível de *stocks* excessivo (a subida cíclica do rácio "*stocks*/produção" parece ter parado no final de 1992, embora continue ainda acima da tendência). O principal estímulo para o crescimento em 1993 virá do sector público e, em menor escala, do sector externo. Neste último caso, embora a nível mundial a procura seja fraca, as relações comerciais estreitas do Japão com os países do Sudoeste Asiático, cujo crescimento é muito forte, darão um contributo importante às exportações japonesas.

Na Alemanha, em 1992, o crescimento do PIB diminuiu significativamente, enquanto, simultaneamente, as pressões inflacionistas se mantiveram elevadas. A partir de Março registou-se um nítido abrandamento económico, com descida da produção e aumento do desemprego. Para este comportamento terão contribuído a política monetária, justificada pelas pressões inflacionistas, a apreciação do marco e a fraqueza da procura externa (factores que afectaram negativamente as contas externas) e sinais pouco claros de recuperação no território da ex-RDA.

Gráfico II.16

ALEMANHA



Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

A inflação no consumo permaneceu elevada (4 por cento em 1992) em relação aos padrões habituais da economia alemã, apesar da actividade se encontrar a abrandar e da descida do preço das importações. De facto, as tensões no mercado de trabalho, facilitadas pela descida do desemprego no início do ano, conduziram a pedidos de aumentos salariais excessivos, embora em desaceleração face ao ano anterior. Esta subida dos salários, associada ao lento crescimento da produtividade e à apreciação do marco, provocou um maior cresci-

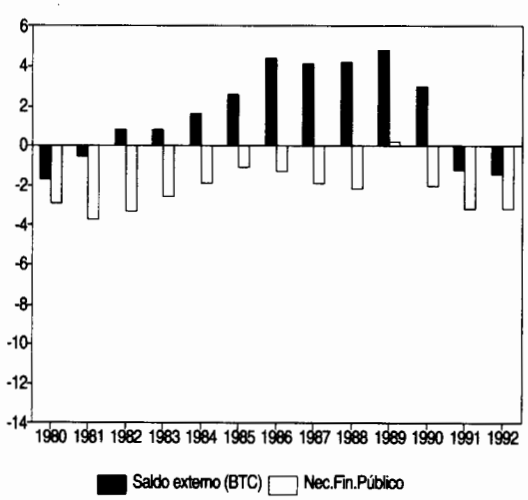
mento dos custos unitários de trabalho do que nos outros países europeus. De salientar que os preços que registaram maiores aumentos foram os dos sectores menos expostos à concorrência externa (rendas e serviços, com uma subida de 6 por cento). Um factor que influenciou positivamente a inflação foi a apreciação do marco, que contribuiu para a descida do preço dos importações e evolução favorável dos preços por grosso e no produtor. Os aumentos de preços foram particularmente fortes na parte leste onde, à procura de convergência dos salários com a parte ocidental – apesar das diferentes produtividades existentes – se junta o processo de transição para uma economia de mercado, com a abolição de diversos subsídios e ajustamento das rendas.

Em termos orçamentais, os custos significativos com a reconstrução da ex-RDA (transferências, em 1992, no valor de 120 mil milhões de marcos) têm causado elevados défices orçamentais, numa economia em fraco crescimento, e exercido pressão sobre as taxas de juro. Daí a necessidade de uma estratégia de consolidação orçamental a médio-prazo que possibilite a descida das taxas de juro, quer internamente, quer nos outros países do MTC. A proposta de orçamento para 1993 é de austeridade, englobando o congelamento dos salários reais na função pública, durante 3 anos, e aumento de impostos ou criação de fontes alternativas de rendimento. Também o Pacto de Solidariedade, aprovado em Março de 1993, envolvendo os vários parceiros sociais num programa de emergência de apoio à indústria e de protecção do emprego no leste, onde o elevado desemprego está a causar uma forte instabilidade social, vai permitir repartir os encargos de subsidiar a parte leste.

Gráfico II.17

ALEMANHA

Valores em percentagem do PIB



Fonte: OCDE.

O crescimento do agregado monetário M3 a taxas superiores ao limite máximo do objectivo do Bundesbank resultou, entre outros factores, da expansão do crédito à parte leste, a taxas subsidiadas, e das fortes intervenções nos mercados de câmbios, na parte final do ano.

Perante estes factos, o Bundesbank subiu por várias vezes as taxas de juro oficiais até Julho de 1992. Posteriormente, em Setembro, com a desvalorização da lira, as taxas desceram de forma a reduzir as tensões no SME. Esta decisão foi possível em consequência da apreciação do marco e por se considerar que as avultadas intervenções nos mercados de câmbios contribuíam para expandir fortemente a base monetária, contrariando a restritividade da política de altas taxas de juro. A partir de Setembro, e apesar de as taxas oficiais não terem sido descidas até ao final do ano, as taxas do mercado monetário registaram uma tendência ligeiramente descendente, em consequência também do abrandamento económico.

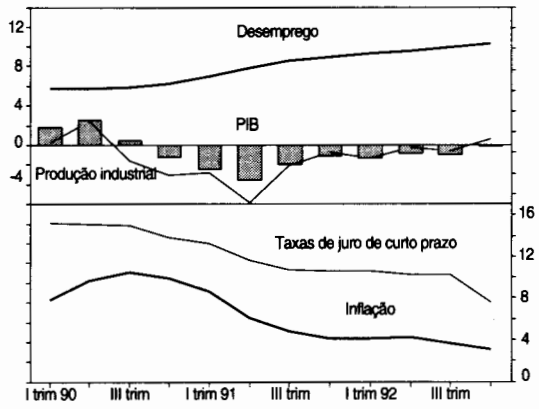
Em 1993, as autoridades alemãs deverão continuar a enfrentar o conflito de políticas, face às contínuas tensões nas finanças públicas, necessidade de reduzir as pressões inflacionistas e evitar, ao mesmo tempo, uma intensificação do abrandamento da actividade. A economia deverá continuar fraca, em especial no primeiro semestre, pela persistência de altas taxas de juro a curto-prazo (embora seja previsível a continuação da sua descida progressiva), situação nos mercados de exporta-

ção, descida da confiança dos consumidores e empresários e apreciação do marco. Quanto à inflação, é de esperar a sua descida em 1993, em paralelo com o abrandamento do crescimento monetário, e uma vez que os acordos salariais firmados recentemente estão a um nível nitidamente inferior ao de 1992.

Contrariamente às expectativas de recuperação, a actividade económica no Reino Unido voltou a contrair-se em 1992: as despesas de consumo começaram a recuperar em meados do ano o que foi, no entanto, contrariado pela deterioração das contas externas. Os factores que têm impedido a retoma são vários, sendo de destacar o elevado nível de desemprego – que cresceu em Dezembro pelo 32º mês consecutivo, estando ao nível mais elevado em 5 anos – o forte endividamento dos particulares e consequentes tentativas para aumentar a poupança e reduzir as dívidas, a crise do sector da habitação, o aumento das falências e as altas taxas de juro reais, verificadas até à saída da libra do MTC.

Gráfico II.18

REINO UNIDO



Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

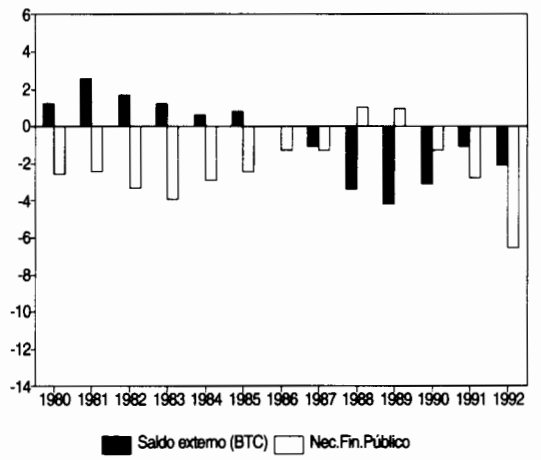
Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de Juro em percentagem.

Os desequilíbrios da economia ampliaram-se significativamente em 1992. Em termos de contas externas, o défice da balança de transacções correntes agravou-se, passando de 1.1 por cento para 2.1 por cento do PIB, pela descida do tradicional excedente dos Serviços e deterioração da balança comercial, tendo o comércio externo dado um contributo negativo para o crescimento económico, com as importações a expandirem-se mais fortemente do que em anteriores fases idênticas do ciclo. As necessidades de financiamento do sector público aumentaram acentuadamente, atingindo 6.6 por cento do PIB, embora este agravamento seja, em grande parte, de origem cíclica.

Gráfico II.19

REINO UNIDO

Valores em percentagem do PIB



Fonte: OCDE.

Face à situação de fraqueza da economia, associada ao elevado *stock* de dívida privada indexada, as autoridades britânicas terão seguido uma política no MTC consistente com as mais baixas taxas de juro possíveis, deixando a libra descer até ao seu limite inferior da banda e reduzindo as taxas sempre que a moeda apreciava (o que sucedeu em Maio, após as eleições). Esta política não evitou, contudo, uma subida das taxas reais, uma vez que a inflação se encontrava a abrandar, sendo, a partir de Fevereiro, inferior à alemã. Após a subida, em Julho, das taxas de juro na Alema-

nha, que não foi seguida pelo Banco de Inglaterra, as tensões sobre a libra inglesa acentuaram-se. Com o avolumar das tensões especulativas sobre a libra, em Setembro, as autoridades ainda tentaram enfrentá-las, anunciando subidas das taxas de juro em 5 pontos percentuais, no dia 16. No entanto, dado o mercado duvidar da sustentabilidade desta política, pelos seus elevados custos, a libra abandonou o MTC, no dia 17. A política monetária passou então a ser definida de acordo com objectivos internos de apoio à recuperação, pelo que as taxas desceram sucessivamente, atingindo, em Janeiro de 1993, 6 por cento, o nível mais baixo em 15 anos.

A saída da libra do MTC afectou positivamente a confiança dos empresários, pela melhoria de competitividade e descida das taxas de juro. Existe, no entanto, receio quanto à menor disciplina anti-inflacionista e possível necessidade de taxas de juro mais altas, no futuro. De facto, embora no segundo semestre os indicadores de inflação tenham melhorado, os preços dos *inputs* para a indústria cresceram acentuadamente a partir de Outubro, pelo efeito da desvalorização sobre os preços das importações, a qual provocou igualmente uma deterioração da balança comercial.

Gráfico II.20

EVOLUÇÃO DA LIBRA ESTERLINA

Face ao Marco

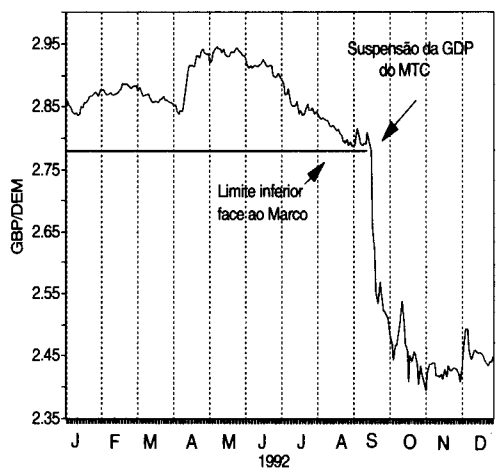
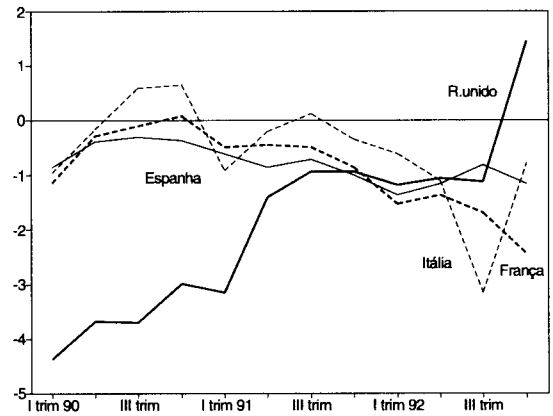


Gráfico II.21

DIFERENÇA ENTRE TAXAS DE JURO DE LONGO E CURTO PRAZOS

Em pontos percentuais



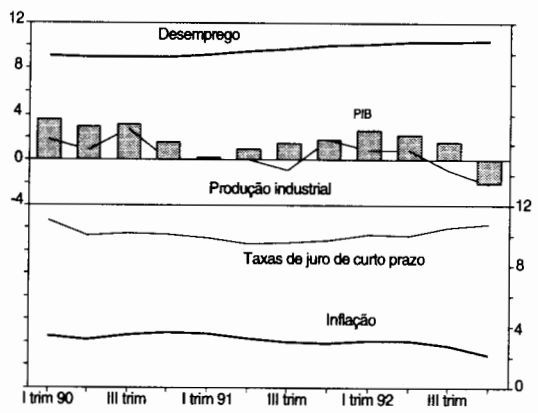
Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

As perspectivas para 1993 são mais incertas pela inexistência do compromisso cambial, havendo o risco de a inflação poder vir a ser superior ao objectivo das autoridades. No entanto, é de prever que o efeito a curto-prazo da depreciação no crescimento dos preços e salários seja minimizado pela fraca procura interna e situação no mercado de trabalho, onde se antecipa uma nova subida da já elevada taxa de desemprego. Por outro lado, a descida da libra e as taxas de juro significativamente mais baixas desde Setembro deverão dar um contributo positivo à recuperação, em 1993. Esta será baseada no aumento do consumo e, em especial, do investimento público.

A economia francesa apresentou, em 1992, uma situação mais favorável do que as principais economias da CE, com os consumidores e empresários a evidenciarem uma maior confiança face às melhorias da produção. Após um forte crescimento do PIB no primeiro trimestre, começaram a evidenciar-se sinais de abrandamento, mais nítidos no quarto trimestre, com a produção a decrescer e o desemprego a aumentar. De facto, as altas taxas de juro reais necessárias à defesa do franco no

Gráfico II.22

FRANÇA



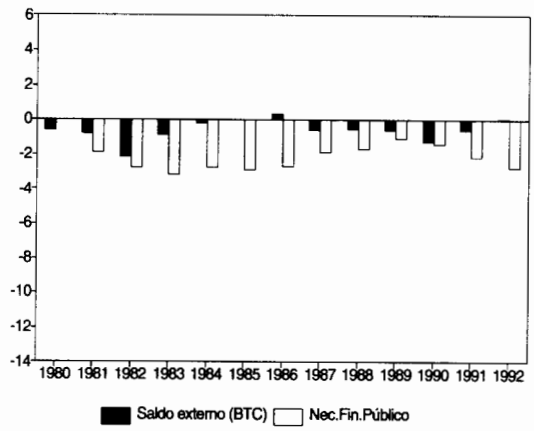
Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

Gráfico II.23

FRANÇA

Valores em percentagem do PIB



Fonte: OCDE.

MTC e a descida das exportações pela desaceleração da procura nos principais parceiros comerciais (em especial na Alemanha) terão contribuído para esta evolução.

A taxa de inflação continuou baixa e em desaceleração, levando a diferenciais negativos face à Alemanha, em consequência da fraqueza da procura interna e descida do preço das importações, fruto da estabilidade do franco francês e da moderação do preço das matérias-primas.

Os ganhos de competitividade externa que a economia francesa tem vindo a registar – em consequência de um ritmo de crescimento dos preços e custos unitários do trabalho mais lento que os dos parceiros, num contexto de taxas de câmbio estáveis – implicaram um forte dinamismo do sector exportador e excedentes da BTC (o primeiro desde 1986) e da balança comercial. O saldo desta balança passou de deficitário em 1991 a excedentário, pela evolução do comércio em volume (aumento das exportações na primeira metade do ano e posterior descida das importações, pela fraca procura interna) e comportamento das razões de troca.

Perante esta situação económica, é notório o dilema de políticas com que as autoridades se defrontaram face aos ataques ao franco francês no MTC: o Banco de França teve de subir as taxas de juro, em Setembro e em Janeiro de 93, apesar de a economia estar a abrandar e de a inflação ser moderada. As altas taxas de juro reais que daí resultaram afectaram negativamente o investimento (que caiu em 1992 pelo segundo ano consecutivo), aumentaram as falências, reduziram as margens bancárias, atrasaram a retoma e agravaram os problemas do emprego.

De salientar que as autoridades alemãs apoiaram o franco sempre que este esteve sujeito a ataques especulativos, quer por intervenções intra-marginais, quer com comunicados conjuntos, afirmando que a taxa central bilateral entre as duas moedas era plenamente justificada pelos dados económicos fundamentais.

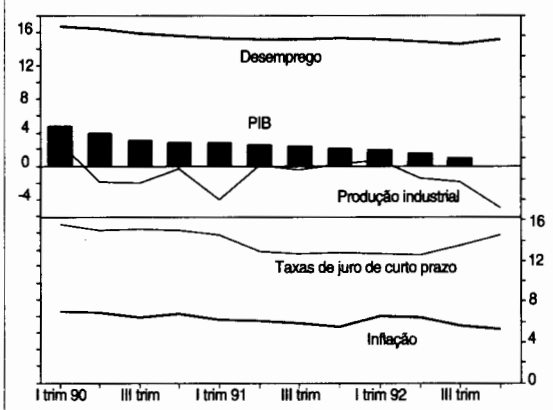
A recuperação da economia francesa está intimamente dependente da credibilidade da política do novo governo, resultante das eleições de Março de 1993, e da possibilidade de descida das taxas de juro. Um dos principais

problemas que a economia enfrenta é o elevado e crescente desemprego. Dada a fraqueza dos mercados de exportação não é de esperar um impulso do sector externo para a retoma.

A economia espanhola caracterizou-se, no ano de 1992, pela degradação da situação económica em termos de contas externas, produção e emprego. A economia apresentou uma nítida desaceleração no segundo semestre, acompanhada pela descida da taxa de inflação e subida da taxa de desemprego: embora de acordo com as estatísticas espanholas esta taxa seja de cerca de 15 por cento no final de 1992, segundo a metodologia normalizada da CE aproxima-se dos 20 por cento, sendo a mais elevada da Comunidade. A perda de competitividade sofrida pela indústria provocou uma deterioração das contas externas (mais evidente no primeiro semestre) e afectou negativamente o investimento que desceu 1.3 por cento no ano.

Gráfico II.24

ESPANHA



Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

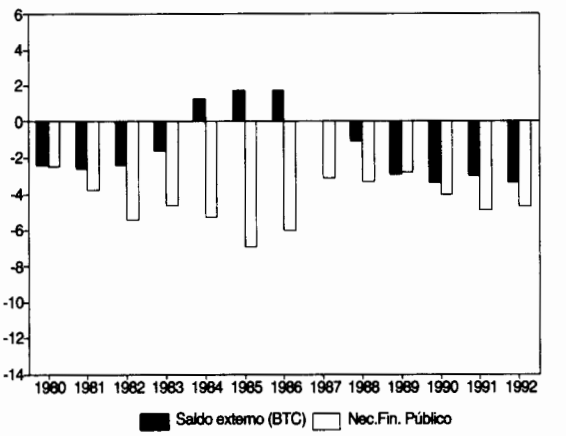
Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

Face a esta situação económica, o governo apresentou à CE o seu Programa de Convergência, aprovado em Fevereiro, englobando propostas de reforma do mercado de trabalho e o objectivo de redução do défice público (de 4.4 por cento do PIB para 1 por cento, no final de 1996). De salientar que o défice público se expandiu fortemente no primeiro semestre – pelo grande aumento de despesas públicas, associadas a acontecimentos internacionais ocorridos em Espanha – tendo o governo implementado medidas, a meio do ano, numa tentativa de corrigir a situação. O abrandamento da actividade económica torna mais difícil a estratégia de consolidação orçamental.

Gráfico II.25

ESPANHA

Valores em percentagem do PIB



Fonte: OCDE.

Durante a crise nos mercados cambiais, as autoridades viram-se confrontadas com a necessidade de subida das taxas de juro para defesa da peseta e uma situação económica interna que requeria uma menor restritividade da política monetária. Daí que tenham preferido o uso dos restantes instrumentos do Acordo de Basle-Nyborg (intervenções, uso da banda, realinhamentos – a peseta sofreu duas desvalorizações da sua taxa central, em Setembro e em Novembro – e mesmo medidas para restringir os movimentos de capitais a curto-prazo) à subida das taxas que, no entanto, tiveram de ser aumentadas em Junho e novamente em Novembro.

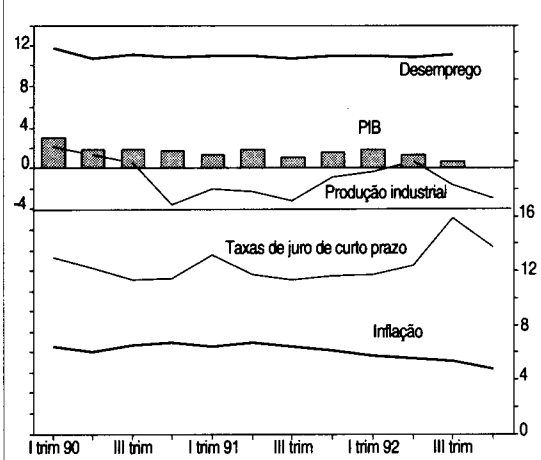
As perspectivas para 1993 são fracas, prevendo-se uma nova desaceleração do produto.

Para esta evolução contribuirão, em especial, a maior restritividade orçamental e a descida do investimento. Na realidade, a confiança dos empresários saiu seriamente abalada com a forte instabilidade cambial e altas taxas de juro. A desvalorização da peseta nos mercados de câmbios poderá ser um estímulo para o comércio externo, cujo efeito é difícil de prever dada a situação da procura externa; a sua influência na inflação deverá ser contrariada pela fraqueza da procura interna.

O problema de mais premente resolução em Itália é o das finanças públicas: os elevados défice e dívida públicos necessitam de urgentes medidas de correcção, difíceis de tomar dada a forte instabilidade que tem caracterizado a vida política italiana. Daí que, apesar da apresentação do Programa de Convergência à CE, o défice orçamental se tenha expandido acentuadamente e o *rating* da dívida pública tenha sido reduzido. Após as eleições em Abril – de que não resultou nenhuma maioria – o novo governo de coligação apresentou, em Julho, um Programa Orçamental de emergência, combinando cortes nas despesas (redução das transferências para as autoridades locais, cortes nas despesas sociais e de defesa e o congelamento do emprego público) com subidas das receitas (aumento das contribuições para a segurança social, impostos sobre a propriedade e depósitos bancários).

Gráfico II.26

ITÁLIA



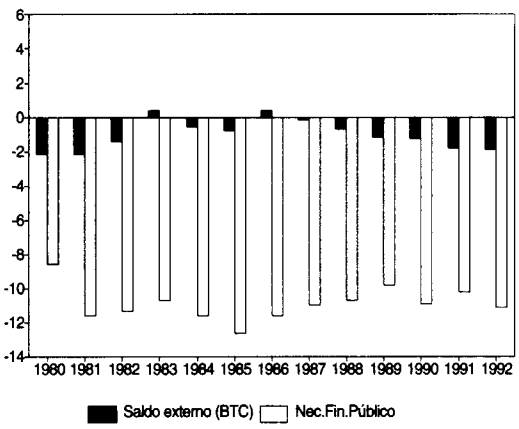
Fonte: FMI, OCDE e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Nota: PIB e Produção Industrial em taxas de variação homólogas; Desemprego, Inflação e Taxas de juro em percentagem.

Gráfico II.27

ITÁLIA

Valores em percentagem do PIB



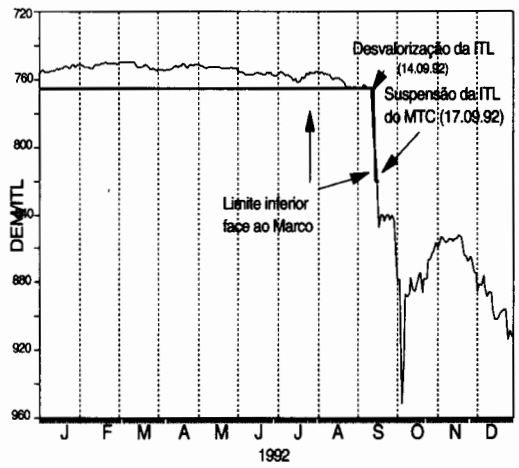
Fonte: OCDE.

As pressões a que a lira esteve sujeita desde o Verão terão tido por base o cepticismo do mercado relativamente à capacidade do governo tomar medidas drásticas para melhorar as finanças públicas, dado o fraco crescimento económico e aumento do desemprego. Também o facto de a Itália ser o país da banda estreita do MTC com maior taxa de inflação, aliado à deterioração da competitividade e das contas externas, terão exercido pressão na baixa sobre a lira. A Banca de Itália teve de subir por várias vezes as taxas de juro oficiais, nos meses de Junho e Julho; em Agosto, após a aprovação do pacote orçamental e abolição da *scala mobile*, procedeu a uma descida que, no entanto, teve de ser invertida logo no início de Setembro. A taxa de desconto atingiu o nível mais elevado desde 1985. Apesar das acentuadas subidas das taxas e intervenções avultadas nos mercado de câmbios, a lira sofreu uma desvalorização no realinhamento de 13 de

Gráfico II.28

EVOLUÇÃO DA LIRA ITALIANA

Face ao marco-Escala invertida



Setembro e, 4 dias depois, abandonou temporariamente o MTC.

Após a saída, as taxas oficiais voltaram a descer, atingindo em Dezembro o nível anterior à crise. Estas descidas, procurando apoiar a indústria, tiveram em conta a redução da taxa de inflação e, em especial, a forte desaceleração da inflação salarial. De facto, após o acordo firmado em Agosto entre o governo e os sindicatos que pôs fim ao sistema de indexação automática dos salários à inflação – *scala mobile* que vigorava desde os anos 50 – a subida dos salários atenuou-se acentuadamente, sendo nos meses finais de 1992 fortemente inferior à inflação (2.2 por cento em Dezembro).

As perspectivas de crescimento para 1993 serão afectadas negativamente pelo maior rigor orçamental, altas taxas de juro, fraqueza dos mercados de exportação, fracos níveis de confiança, piores perspectivas quanto à evolução dos salários reais e aumento do desemprego. No entanto, a depreciação da lira desde Setembro poderá dar algum estímulo aos exportadores. As perspectivas quanto à inflação são incertas, pelo efeito do comportamento da lira, embora a moderação dos salários, na ausência da *scala mobile*, e a fraca procura interna devam afectá-la favoravelmente. O Orçamento para 1993, aprovado em Dezembro, deverá dar um forte contributo à consolidação das finanças públicas, que poderá, no entanto, vir a ser dificultada pela situação de fraqueza do produto e instabilidade política.

3. Principais impactes da conjuntura internacional na economia portuguesa

A situação económica a nível internacional teve efeitos sensíveis na evolução da economia portuguesa em 1992, dada a sua forte abertura e integração na CE.

Por um lado, o abrandamento da procura nos principais clientes (caso da Alemanha, Espanha e França) terá afectado negativamente as exportações portuguesas, em especial na segunda metade de 1992. Também para 1993, não é de esperar um nítido impulso sobre as exportações, pois não se prevê uma recuperação da procura destes países. Adicionalmente, o comportamento da lira e da libra esterlina, após terem abandonado o MTC-SME, e da peseta é susceptível de criar problemas a alguns sectores mais expostos à concorrência destes países, incluindo o turismo. No entanto, a estabilidade do escudo e o abrandamento dos preços no exterior não deixarão de dar um contributo importante para a diminuição da inflação portuguesa e a moderação do custo dos *inputs* importados. Este facto, se associado à desejada moderação salarial, provocará melhorias da competitividade externa da economia portuguesa de uma forma duradoura e sustentável.

Por outro lado, a conjuntura externa repercutiu-se também negativamente nos afluxos de remessas de emigrantes e de investimento directo estrangeiro. Enquanto as economias europeias não recuperarem e se mantiver a actual incerteza nos mercados financeiros não é de prever uma inversão desta tendência.

A UNIÃO ECONÓMICA E MONETÁRIA
– PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS EM 1992 –

A dinâmica que caracterizou o processo de construção da União Económica e Monetária (UEM) em 1990 e 1991, deu lugar, ao longo de 1992, a um clima de incerteza e a um claro abrandamento, tanto a nível institucional como económico.

Depois de ter sido assinado a 7 de Fevereiro de 1992, o Tratado da União Europeia não foi ratificado até ao final do ano. A rejeição do Tratado pelos eleitores dinamarqueses, em referendo realizado em Junho, provocou o adiamento da sua entrada em vigor, inicialmente prevista para 1 de Janeiro de 1993. A possibilidade de renegociação do Tratado foi de imediato afastada pelos restantes Estados-Membros, tendo os dinamarqueses optado por um segundo referendo, a realizar no primeiro semestre de 1993, após as suas condições terem sido acolhidas na Cimeira de Edimburgo. Assim, a Dinamarca participará plenamente na segunda fase da UEM, continuando a pertencer ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME). No entanto, não participará na terceira fase, ou seja, não terá a moeda única nem seguirá as regras de política económica comunitárias, mantendo, de acordo com as leis nacionais, os poderes existentes no campo da política monetária. O processo de ratificação também não foi concluído no Reino Unido, que optou por adiar o debate parlamentar sobre esta matéria até serem conhecidos os resultados do segundo referendo na Dinamarca.

Na Cimeira de Edimburgo, o Fundo de Coesão do Pacote Delors II foi aprovado, tendo sido fixado em 15.15 mil milhões de ECU, contra os 10 mil milhões inicialmente propostos, em paralelo com o alargamento do período de vigência de 5 para 7 anos. Não podendo este Fundo entrar em vigor antes da ratificação do Tratado da União Europeia, decidiu-se criar um instrumento financeiro intercalar para impedir que o apoio a Portugal, Grécia, Espanha e Irlanda fosse adiado. Na mesma Cimeira, no quadro da Iniciativa de Crescimento, apontou-se a criação do Fundo Europeu de Investimentos (FEI), dotado de 2 mil milhões de ECU, enquanto o Banco Europeu de Investimentos (BEI) foi dotado com uma linha de crédito de 5 mil milhões de ECU para cofinanciar investimentos em infraestruturas.

A execução da primeira fase da UEM – iniciada em Julho de 1990 – prosseguiu, em 1992, com a completa liberalização dos movimentos de capitais[1], por parte de três Estados-membros da CE que ainda mantinham controlos cambiais: Espanha, Irlanda e Portugal. A Grécia, que, tal como Portugal, poderia beneficiar de uma derrogação até ao final de 1995, optou por adiar a liberalização total até 30 de Junho de 1994.

Tiveram ainda lugar, ao longo de 1992, os tradicionais exercícios semestrais de supervisão multilateral[2], os quais consistem numa análise, pelo Conselho Ecofin, das políticas e tendências económicas nos doze Estados-membros e têm como objectivo avaliar os progressos realizados em matéria de convergência. Ambos os exercícios foram dominados pela questão do nível das taxas de juro na Europa, a desaceleração da actividade económica e a constatação do grau insuficiente de convergência das economias, particularmente nos domínios das finanças públicas e da evolução dos preços e custos. Paralelamente, foram analisados os Programas de Convergência apresentados por vários Estados-membros. Estes programas de ajustamento a médio-prazo prevêem a adopção de um conjunto de medidas que visam assegurar a convergência necessária à construção da UEM.

Em 1992, a evolução económica dos países da CE foi desfavorável, afastando-os dos critérios definidos no Tratado da União Europeia. Os gráficos apresentados consideram indicadores de inflação, taxas de juro, défice orçamental e dívida pública referentes a 1992, para os países comunitários, assim como os critérios do Tratado e a evolução verificada em relação a 1991. Embora os dados correspondam a uma tentativa de aproximar as estatísticas habitualmente divulgadas às especificações contidas no Tratado, a sua leitura não poderá ser feita de uma forma completamente rigorosa. De qualquer forma, é visível a necessidade de ajustamento na generalidade das economias da CE.

---

(1) Directiva 88/361/CEE do Conselho.

(2) Decisão do Conselho 90/141/CEE.

Em relação à inflação e taxas de juro de longo-prazo verificaram-se alguns progressos em 1992. Com excepção da Alemanha, que registou em 1992 uma subida da inflação, e da Itália, que apresentou um aumento das taxas de juro, os restantes países evoluíram no sentido da convergência. No entanto, a Grécia, Portugal, a Espanha e a Itália não respeitam ainda nenhum destes dois critérios.

No que se refere aos indicadores de disciplina orçamental, a situação continua a ser amplamente desfavorável, tendo-se mesmo verificado alguma deterioração em 1992 devido aos efeitos cíclicos sobre as contas públicas. Com efeito, a maioria das economias da CE registou um aumento do défice orçamental, com especial relevo para o Reino Unido, o que deve ser interpretado como uma consequência do abrandamento da actividade económica. Como excepções, refiram-se Portugal e a Espanha, onde o peso do défice orçamental diminuiu; no caso português verificou-se igualmente uma descida da dívida pública expressa em percentagem do PIB. Assim, apenas a França e o Luxemburgo satisfazem, simultaneamente, os critérios de rácios do défice e da dívida no PIB, enquanto a Grécia, a Itália, a Bélgica e, em menor escala, a Irlanda apresentam uma situação particularmente preocupante.

Finalmente, a ***estabilidade cambial,*** *que se havia verificado nos últimos anos, foi perturbada pela crise ocorrida no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME). A ausência de convergência económica não impediu que, até Maio, o SME beneficiasse da relativa estabilidade que o vinha caracterizando desde o realinhamento geral de Janeiro de 1987, para o que terá contribuído de forma decisiva o impacte positivo sobre as expectativas cambiais dos progressos anteriormente alcançados na construção da UEM. É de salientar que, em Abril, o escudo aderiu ao MTC, tendo optado pela faculdade que lhe permite permanecer temporariamente na banda larga. No segundo semestre, a crescente incerteza quanto à concretização da UEM, na sequência das dificuldades associadas ao processo de ratificação do Tratado da União Europeia, provocou uma acentuada deterioração das expectativas, abalando drasticamente a calma que até então reinava no SME. Entre Setembro e Janeiro, o MTC sofreu quatro realinhamentos sucessivos; a libra esterlina e a lira suspenderam a sua participação no Mecanismo. Esta crise veio relembrar, de uma forma brusca, que, com plena liberdade de movimentos de capitais, a estabilidade cambial exige a convergência entre as economias e a compatibilidade das políticas económicas prosseguidas (ver caixa anexa para maior detalhe da crise cambial).*

Quadro1

CRITÉRIOS DE CONVERGÊNCIA PARA A UEM

Resultados em 1992

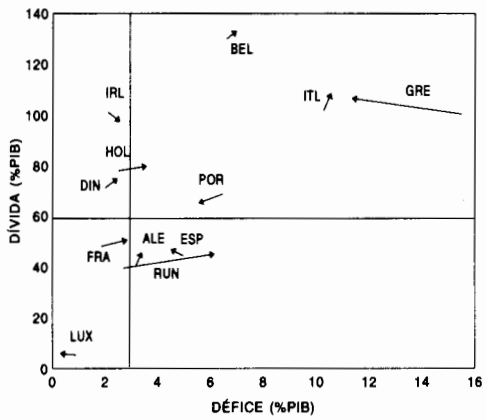
Países	Inflação (taxa média do IPC)	Taxas de juro de longo prazo	Défice	Dívida Pública
Dinamarca	2.1	10.1	2.4	74.2
França	2.8	8.6	2.8	50.0
Alemanha	4.0	8.0	3.4	45.8
Irlanda	3.1	9.1	2.5	99.0
Holanda	3.7	8.1	3.5	79.5
Bélgica	2.5	8.6	6.9	131.9
Reino Unido	3.8	9.1	6.1	45.6
Luxemburgo	3.4	-	0.4	6.8
Espanha	6.0	12.2	4.6	47.4
Itália	5.3	13.7	10.6	107.2
Portugal	8.9	-	5.1	66.2P
Grécia	16.0	-	11.4	106.9
Média 3 melhores	2.5	9.12		
Critério	4.0	11.12	3%	60%

Fonte: Comissão da CE, FMI e Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.
Para Portugal, INE e Banco de Portugal

Gráfico 1

FINANÇAS PÚBLICAS

1991-1992

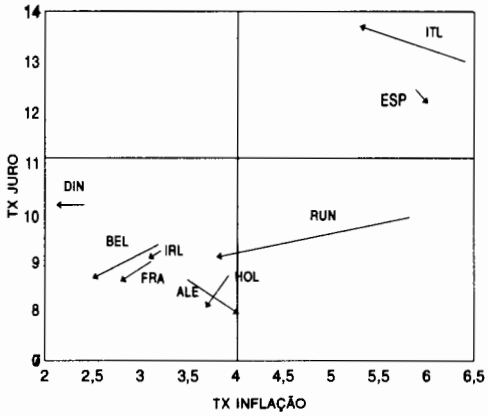


Nota: As linhas horizontal e vertical representam os critérios de dívida pública e défice público.

Gráfico 2

INFLAÇÃO/TAXA DE JURO DE LONGO PRAZO

1991-1992



Nota: As linhas horizontal e vertical representam os critérios de taxa de juro e taxa de inflação, para 1992.

A CRISE DO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO DO SME

As divergentes conjunturas económicas nos países europeus, a combinação de políticas monetária e orçamental adoptada pela Alemanha na sequência da unificação e as dificuldades de coordenação das políticas a nível comunitário – essencial num contexto de paridades quase-fixas e de liberdade de circulação de capitais – constituíram as pré-condições para a forte agitação dos mercados cambiais e do SME no segundo semestre de 1992.

Num tal contexto, a estabilidade do Sistema até Junho de 1992 poderá ser explicada pelas expectativas então existentes de convergência económica e de realização da União Económica e Monetária (UEM). Aquelas terão conduzido a uma minimização do risco cambial associado às moedas do mecanismo de taxas de câmbio que ofereciam maiores taxas de rendimento nominal e à consequente atracção de importantes fluxos de capitais para aquelas moedas nos últimos anos. A inversão deste movimento iria ampliar os efeitos da crise cambial.

A perturbação foi desencadeada, em Junho, pelo resultado maioritariamente negativo do referendo dinamarquês ao Tratado de Maastricht, tendo atingido a máxima intensidade em Setembro, nas vésperas do referendo francês.

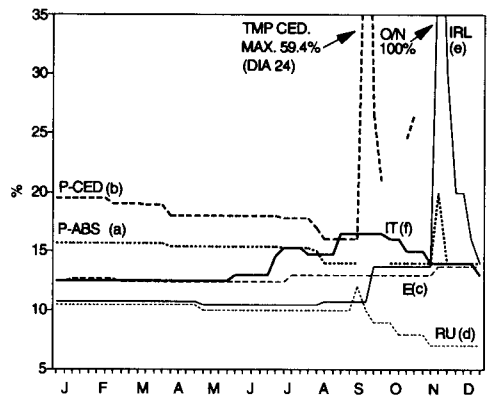
No contexto descrito, estes acontecimentos levantaram dúvidas sobre o grau de empenhamento das autoridades de países da Comunidade na manutenção ou prosseguimento dos necessários esforços de convergência nominal, ao ritmo implícito na negociação do Tratato de Mastricht; quanto à viabilidade do calendário para a criação da UEM, estabelecido no Tratado de Maastricht; e acerca da possibilidade de manutenção dum grau de convergência suficiente para que fossem sustentáveis as paridades então existentes.

Este clima de incerteza e as expectativas de subida das taxas de juro alemãs (alimentadas pela persistência de tensões inflacionistas na Alemanha e não desvanecidas com a elevação da taxa de desconto germânica em 0.75 p.p. no dia 16 de Julho) associados a um significativo enfranquecimento do dólar americano, favoreceram o fortalecimento do marco alemão e o desenvolvimento de tensões no mecanismo cambial do SME.

O aumento das taxas de juro alemãs foi acompanhado, em diferentes graus, por outros países: Itália (0.75 p.p.), Espanha (0.6 p.p.), Holanda (0.2 p.p.) e Bélgica (0.15 p.p.). Tal não sucedeu com o Reino Unido, apesar da

Gráfico 1

PRINCIPAIS TAXAS DE INTERVENÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS NOS MERCADOS MONETÁRIOS

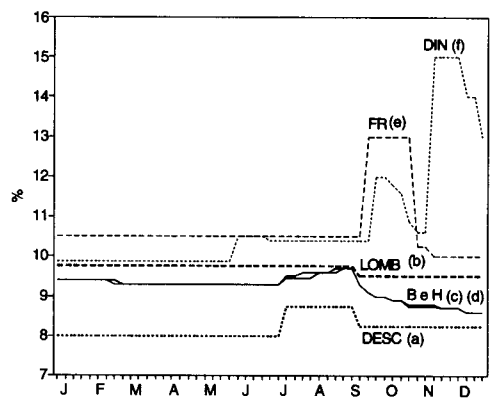


Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

(a) Portugal (absorção regular/TMP leilão).
(b) Portugal (cedência regular/TMP leilão).
(c) Espanha *(10 day repo).*
(d) Reino Unido *(Base rate).*
(e) Irlanda *(STF ou O/N rate).*
(f) Itália *(Fixed term advances).*

Gráfico 2

PRINCIPAIS TAXAS DE INTERVENÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS NOS MERCADOS MONETÁRIOS



Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

(a) Alemanha (desconto).
(b) Alemanha (Lombarda).
(c) Holanda *(special advances).*
(d) Bélgica *(7 day advances).*
(e) França *(7-10 day lending).*
(f) Dinamarca *(repo/CD rate).*

libra esterlina se encontrar próxima do limite inferior da banda larga (em cujo topo se situava o escudo), o que alimentou expectativas da inevitabilidade de um realinhamento.

As tensões foram sendo progressivamente agravadas em Agosto, num contexto de fraqueza do dólar e de crescente incerteza em torno da ratificação do Tratado da União Europeia. Assim, na banda larga a libra esterlina situava-se no limite inferior face à peseta e ao escudo, enquanto que na banda estreita a lira italiana se encontrava em idêntica situação face ao marco e ao franco belga.

Para a intensificação das pressões no SME contribuiu igualmente o sucesso do ataque especulativo à markka finlandesa. Este resultou no abandono da ligação existente entre esta moeda e o ECU, no dia 8 de Setembro, e numa depreciação imediata da markka em cerca de 16%, motivando os especuladores para a realização de idênticos assaltos às restantes moedas nórdicas (o Banco da Suécia teve de elevar a sua taxa de cedência de fundos a 1 dia até 500%) e às moedas mais fragilizadas do SME.

Foi o caso das duas moedas já situadas no limite inferior das respectivas bandas larga e estreita: a libra esterlina e a lira italiana. Para a vulnerabilidade de ambas concorreu a clara percepção, pelo mercado, da limitada possibilidade de recurso a uma acentuada subida das taxas de juro por parte das autoridades monetárias: no Reino Unido, pela existência de um elevado "stock" de dívida privada com taxa de juro indexada (nomeadamente as hipotecas) e pelos consequentes efeitos sobre a actividade económica; em Itália, pelo impacto orçamental que teria um agravamento dos juros da extensa dívida pública com taxa flutuante.

No fim-de-semana de 12 e 13 de Setembro, teve lugar o primeiro realinhamento de paridades no SME desde Janeiro de 1987, consistindo na desvalorização em 7% da taxa central bilateral da lira em relação a todas as restantes moedas do mecanismo. Esta medida foi acompanhada duma redução das taxas de desconto (-0.5 p.p.) e lombarda (-0.25 p.p.), pelo Bundesbank, seguida de idênticas reduções nas taxas de intervenção dos bancos centrais da Bélgica, Holanda, Suíça, Áustria e Dinamarca.

Sendo tomado como uma correcção parcial e incompleta dos desequilíbrios acumulados ao longo de anos, este realinhamento abriu um precedente e retirou credibilidade ao SME, gerando expectativas de novas alterações de paridades. Daí resultou um acréscimo das pressões sobre a libra esterlina, a peseta e, de novo, a lira. Os elevados montantes envolvidos conduziram, com efeito a partir de 17 de Setembro, à suspensão da participação da libra e da lira no mecanismo cambial do SME e a um novo realinhamento consistindo na desvalorização em 5% da taxa central da peseta em relação às moedas que permaneceram no mecanismo.

Quer este segundo realinhamento, quer o resultado marginalmente favorável do referendo francês realizado 3 dias depois (a 20 de Setembro) revelaram pouca eficácia na acalmia das pressões especulativas, que continuaram a afectar as moedas nórdicas e todas as que permaneciam no mecanismo de taxas de câmbio do SME, com excepção do trio composto pelo marco, franco belga e florim.

O franco francês foi particularmente afectado, tendo a pressão sido vencida pelo empenho colocado pelas autoridades de França e da Alemanha, incluindo os respectivos bancos centrais, na defesa da paridade entre as respectivas moedas, actuando simultaneamente em três frentes: por um lado, o Banco de França permitiu uma elevação das taxas de juro de curto prazo no mercado monetário; adicionalmente, foram efectuadas importantes intervenções no mercado cambial; e por último, representantes das autoridades francesas e alemãs efectuaram diversas declarações conjuntas reafirmando os compromissos assumidos e a firme determinação de prosseguir no processo tendente à criação da UEM. O apoio expresso do Bundesbank e a ausência de desequilíbrios fundamentais na economia francesa terão sido determinantes do sucesso conseguido na defesa do franco.

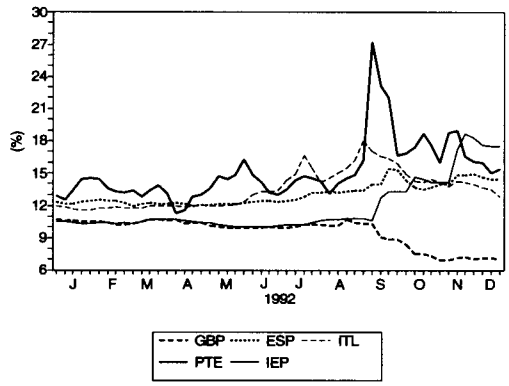
As pressões especulativas que se fizeram sentir sobre a peseta, a libra irlandesa (muito afectada pela forte ligação existente entre as economias irlandesa e britânica) e, em menor escala, o escudo, levaram os três bancos centrais a reintroduzir alguns controlos cambiais (no caso da Espanha) ou a reforçar o cumprimento das restrições existentes (Irlanda e Portugal).

As tensões acalmaram em Outubro e no início de Novembro, embora continuasse por vezes a verificar-se alguma pressão sobre as moedas ibéricas nas vésperas dos fins-de-semana considerados mais propícios à ocorrência de um novo realinhamento. Durante este mês, alguns bancos centrais reduziram as ta-

Gráfico 3

TAXAS DE JURO NOS EUROMERCADOS

BID – 3 meses

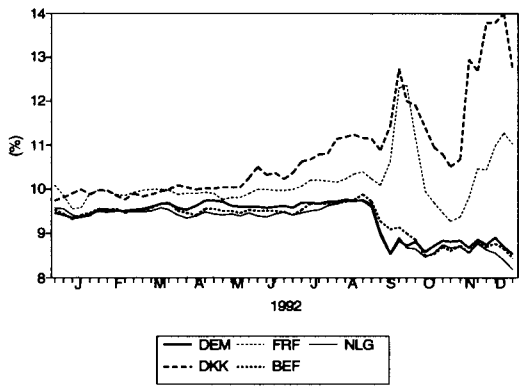


Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Gráfico 4

TAXAS DE JURO NOS EUROMERCADOS

BID – 3 meses

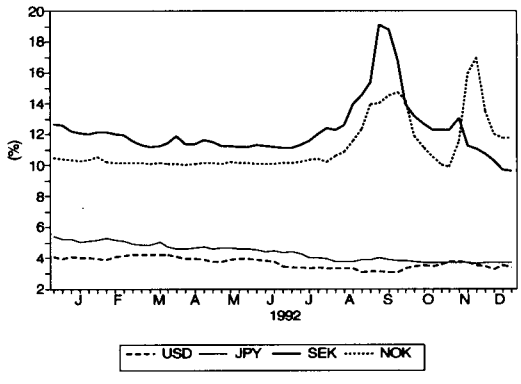


Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Gráfico 5

TAXAS DE JURO NOS EUROMERCADOS

BID – 3 meses



Fonte: Comité de Governadores dos Bancos Centrais dos Estados-membros da CE.

Gráfico 6

VOLATILIDADE MENSAL DAS COTAÇÕES EM RELAÇÃO AO MARCO

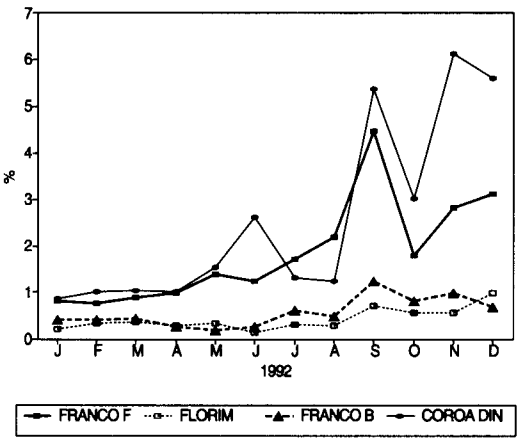
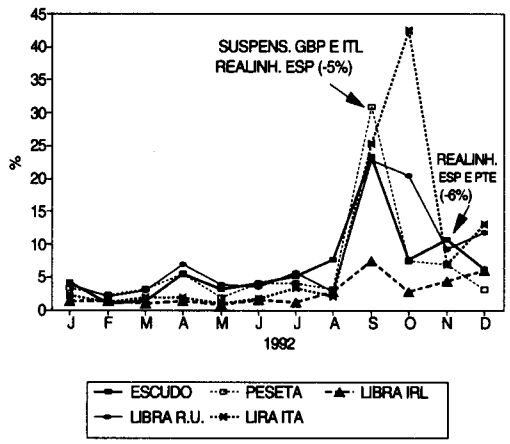


Gráfico 7

VOLATILIDADE MENSAL DAS COTAÇÕES EM RELAÇÃO AO MARCO



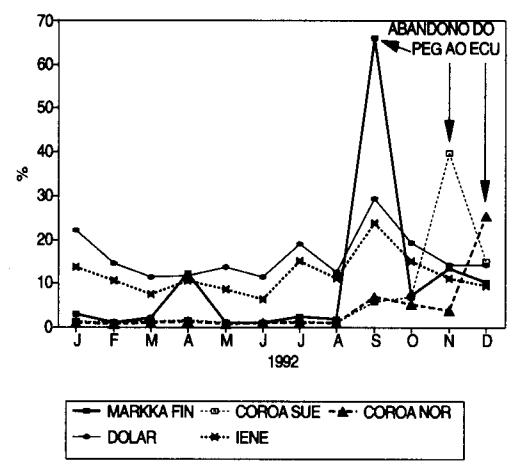
xas de intervenção nos mercados monetários ou realizaram compras de divisas no mercado cambial para repor as reservas em níveis próximos dos anteriores à crise.

No dia 19 de Novembro, a decisão tomada pelo Banco da Suécia no sentido de abandonar a ligação da sua moeda ao ECU desencadeou uma nova onda de turbulência no SME. A decisão de deixar flutuar a coroa sueca resultou da impossibilidade de repetir a medida tomada em Setembro (elevação da taxa de intervenção do Banco da Suécia até 500%) numa economia com uma inflação na ordem dos 2%, sinais de recessão e sérios problemas no sistema financeiro e com um crescente défice público.

O resultado das tensões geradas foi a realização de um terceiro realinhamento no fim-de-semana de 21 e 22 de Novembro, envolvendo a desvalorização em 6% das taxas centrais da peseta e do escudo em relação às moedas que integram a banda estreita. No seguimento desta medida, o Banco de Espanha aboliu todos os controlos cambiais que introduzira em Setembro e elevou em 0.75 p.p. a sua taxa de intervenção no mercado monetário. O Banco de Portugal também provocou uma elevação das taxas de juro no mercado monetário através da suspensão da sua taxa regular de absorção durante um curto período, substituindo-a pela realização de leilões com quantidades fixas e taxas de juro fixadas pelo mercado.

Gráfico 8

VOLATILIDADE MENSAL DAS COTAÇÕES EM RELAÇÃO AO MARCO



O facto de a libra irlandesa, situada no limite inferior da respectiva banda, não ter participado neste realinhamento terá sido tomado pelo mercado como um mero adiamento de tal decisão para depois das eleições gerais de 25 de Novembro. As tensões subsistiram e obrigaram o Banco da Irlanda a substituir a sua forma regular de cedência de fundos por uma taxa a 1 dia, fixada em 30% no dia 23 e elevada para 100% no dia 26 de Novembro. Ao longo do mês de Dezembro, aquela taxa viria a ser reduzida até 14%.

A notícia da flutuação da coroa norueguesa – a última moeda nórdica a manter a ligação ao ECU – no dia 10 de Dezembro, e a subsequente desvalorização daquela moeda, provocaram uma nova onda de ataques especulativos no SME, afectando sobretudo a libra irlandesa, a coroa dinamarquesa e o franco francês. As pressões foram atenuadas, a partir do dia 14, pelos resultados positivos da Cimeira de Edimburgo, embora o franco francês se tenha mantido enfraquecido. O Banco de França reagiu novamente, com sucesso, elevando as taxas de juro no mercado monetário, intervindo nos mercados cambiais e emitindo diversas declarações de apoio à paridade entre o marco e o franco, nas quais voltou a contar com o apoio explícito do Bundesbank.

Nos últimos dias do ano, a libra irlandesa voltou a ocupar a posição de moeda mais fraca do mecanismo cambial, sofrendo os efeitos da rápida descida na taxa de cedência de fundos a 1 dia pelo Banco da Irlanda e da incerteza gerada em torno dos efeitos da liberalização dos movimentos de capitais pela Irlanda, que teve lugar a 1 de Janeiro de 1993. O esperado realinhamento da libra irlandesa acabaria por se concretizar no dia 1 de Fevereiro deste ano, quando a taxa central daquela moeda foi desvalorizada em 10% em relação às restantes moedas do mecanismo.

A crise do mecanismo de taxas de câmbio do SME provocou um acréscimo sensível na volatilidade das moedas europeias – pertencentes ou não ao Sistema – e reflectiu-se também sobre o comportamento de terceiras moedas, tais como o dólar e o iene.

O realinhamento de Novembro, envolvendo o escudo e a peseta, não teve reflexos visíveis sobre a volatilidade destas moedas, cujas cotações de mercado se mantiveram estáveis no topo das novas bandas de flutuação.

As moedas nórdicas – markka finlandesa, coroa sueca e coroa norueguesa – registaram também um aumento de volatilidade. Nos três casos, este foi muito visível nos meses em que cada uma destas moedas abandonou o "peg" em relação ao ECU, tendo diminuído nos meses subsequentes.

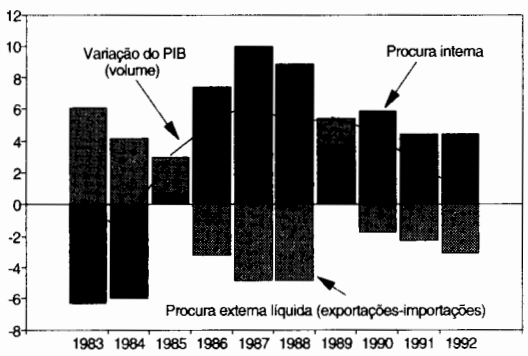
Capítulo III

PROCURA, PRODUÇÃO, MERCADO DE TRABALHO E PREÇOS

1. Introdução

O produto interno bruto a preços de mercado (PIB) registou, em 1992, uma taxa de crescimento estimada em 1.5 por cento em termos reais, ou seja uma desaceleração de 0.7 pontos percentuais em relação ao valor do ano anterior. Este abrandamento ficou a dever-se totalmente à contribuição da procura externa líquida (exportações menos importações) que se tornou mais negativa no período em análise: -3.1 por cento contra -2.3 por cento em 1991. Em contrapartida, a procura interna manteve o dinamismo do ano anterior, contribuindo com 4.6 por cento para o crescimento do PIB (4.5 por cento em 1991), continuando a representar o principal propulsionador do crescimento económico (gráfico III.1).

Gráfico III.1
CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB
Em percentagem



Fonte: Banco de Portugal e INE, Contas Nacionais.

Por componentes da procura interna, as mais dinâmicas foram o consumo privado com uma taxa de crescimento de 4.7 por cento em termos reais e a formação bruta de capital fixo cuja expansão é estimada em 4.6 por cento (1.8 por cento em 1991). As obras públicas e o investimento no sector dos serviços são os principais responsáveis pela aceleração verificada nesta componente. O consumo público terá crescido 1.5 por cento em volume, o que representa uma desaceleração de 1.7 pontos percentuais em relação à taxa de crescimento de 1991. Estima-se que a variação de existências tenha dado uma contribuição positiva (0.2 por cento) para o crescimento do PIB (quadro III.1).

As exportações de bens e serviços cresceram 5 por cento em volume, tendo-se registado, em média anual, uma significativa recuperação das exportações de mercadorias, cuja taxa de crescimento (7.2 por cento) se situou claramente acima da procura dos mercados externos. A aceleração das importações de bens e serviços foi também bastante forte (de 6.5 por cento em 1991 para 11.3 por cento), o que se deve associar ao vigor da procura interna, designadamente ao seu segmento de bens duradouros, cujo conteúdo importado é muito elevado.

Do lado da oferta, 1992 caracterizou-se por uma desaceleração do valor acrescentado bru-

Quadro III.1

DESPESA NACIONAL

Milhões de contos

	1989	1990				1991				1992			
	preços correntes	preços de 89	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes	preços de 90	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes	preços de 91	t.c.v.	t.c.p.	preços correntes
Consumo privado	4611.0	4842.9	5.0	13.4	5490.2	5775.7	5.2	11.4	6434.9	6737.7	4.7	9.5	7379.5
Consumo público	1121.9	1143.2	1.9	21.7	1391.4	1436.0	3.2	21.3	1741.3	1767.2	1.5	16.0	2049.3
Investimento	2021.2	2195.5	7.5	11.8	2453.1	2506.9	2.2	9.1	2735.5	2870.6	4.9	7.3	3079.8
FBCF	1878.8	2010.1	7.0	11.8	2247.2	2309.9	2.8	9.1	2521.0	2636.3	4.6	7.3	2828.4
Construção	1320.3	977.0	5.3	15.0	1123.6	1174.6	4.5	12.4	1320.3	1352.7	2.5	10.4	1493.0
Equipamento	1200.8	1033.1	8.6	8.8	1123.6	1135.2	1.0	5.8	1200.7	1283.5	6.9	4.0	1335.5
Variação de existências[a]	142.4	185.4	0.6		205.9	197.0	-0.1		214.4	234.3	0.2		251.4
Procura interna	7754.1	8181.7	5.5	14.1	9334.7	9718.5	4.1	12.3	10911.7	11375.5	4.3	10.0	12508.6
Cont. Proc.Int. p/ PIB			5.9				4.5				4.7		
Exportações	2643.5	2966.6	12.2	4.2	3092.3	3146.6	1.8	0.1	3150.7	3306.7	5.0	-2.5	3223.4
Mercadorias (FOB)	2002.3	2242.2	12.0	3.5	2319.5	2345.6	1.1	-0.3	2338.5	2507.3	7.2	-2.2	2452.1
Serviços	641.2	724.4	13.0	6.7	772.8	801.1	3.7	1.4	812.2	799.4	-1.6	-3.5	771.3
Procura global	10397.6	11148.3	7.2	11.5	12427.0	12865.2	3.5	9.3	14062.4	14682.2	4.4	7.2	15732.0
Importações	3220.5	3670.2	14.0	5.3	3866.3	4116.9	6.5	0.2	4125.2	4593.1	11.3	-4.4	4389.0
Cont. (X-M) p/ PIB			-1.8				-2.3				-3.1		
PIB	7177.2	7478.1	4.2	14.5	8560.6	8748.2	2.2	13.6	9937.2	10089.0	1.5	12.4	11343.0

Notas:
(a) Contribuição para a taxa de crescimento do PIB, em percentagem.
t.c.v. = taxa de crescimento em volume
t.c.p. = taxa de crescimento dos preços

to (VAB) no sector dos não transaccionáveis e por uma quebra no sector dos transaccionáveis. O VAB do sector primário voltou a diminuir, aproximadamente 1 por cento, o que acontece pelo terceiro ano consecutivo. A indústria registou um comportamento negativo, estimando-se uma diminuição de 2.5 por cento do respectivo VAB. A construção conheceu uma certa desaceleração, tendo o VAB do sector crescido a uma taxa próxima de 2.5 por cento (4.5 por cento em 1991). O crescimento do sector de electricidade, gás e água é estimado em cerca de 2 por cento. Os serviços mantiveram um ritmo de crescimento elevado embora em desaceleração, o respectivo VAB deverá ter crescido 4.3 por cento, ou seja menos 0.5 pontos percentuais que no ano anterior.

No mercado de trabalho assistiu-se a uma ligeira atenuação das tensões observadas nos anos anteriores, com a taxa de desemprego, em média anual, a situar-se em 4.1 por cento ou seja cerca de 0.5 pontos percentuais acima do seu valor médio de 1991. O nível muito baixo da taxa de desemprego, o menor da Comunidade Europeia excluindo o Luxemburgo, constituiu um obstáculo à desaceleração dos salários nominais, que voltaram a registar um crescimento significativo, aproximadamente 14.4 por cento para o conjunto da economia, o que em termos reais se traduziu num aumento de 4.5 por cento. O crescimento do emprego total registou um abrandamento, estimando-se a respectiva taxa em 0.9 por cento (3 por cento em 1991). Este comportamento do emprego explica-se pela desaceleração da actividade económica em geral, que se tornou mais nítida na segunda metade do ano, período em que também a taxa de desemprego terá invertido a sua tendência, que se havia mantido sempre decrescente desde 1985.

A taxa de inflação em 1992, medida em termos de taxa média de crescimento do índice de preços no consumidor sem habitação, foi de 8.9 por cento. No final do ano, o diferencial

relativamente à média comunitária situava-se em cerca de 5 pontos percentuais. A evolução da inflação no ano em análise foi bastante diferenciada nos vários sectores da economia. Assim, os preços no sector dos serviços cresceram a uma taxa substancialmente mais elevada que no sector dos bens – 13 por cento e 7.5 por cento, respectivamente.

2. Procura

2.1 Consumo privado

O consumo privado foi a componente da procura interna que mais contribuiu para o crescimento do produto interno bruto em 1992. Embora em desaceleração relativamente ao ano anterior, o seu acréscimo real, estimado em 4.7 por cento, situou-se muito acima da média dos países da CE, reflectindo situações e desenvolvimentos de factores específicos e diferenciados da economia portuguesa.

Não obstante o adensamento de sinais recessivos nalguns sectores da economia, o consumo privado em 1992 manteve um ritmo de crescimento elevado, o que deverá reflectir principalmente o comportamento da sua componente permanente. Após a adesão à CE e com a progressiva redução da taxa de desemprego, as perspectivas de um rendimento futuro mais elevado devem ter sido incorporadas nas decisões de consumo dos agentes económicos, contribuindo para o reforço da inércia desta variável ao longo dos ciclos económicos. A situação de virtual pleno emprego continuou a pressionar os salários que voltaram a registar uma taxa de crescimento muito acima da taxa da inflação, o que, numa situação de fase descendente do ciclo económico, deverá reflectir o comportamento desfasado dos primeiros relativamente ao crescimento dos preços. Os aumentos das remunerações no sector público foram uma vez mais superiores aos do sector privado, concorrendo para que a massa salarial do conjunto da economia tenha registado um acréscimo superior a 15 por cento. Este aumento dos salários, conjugado com um forte acréscimo das transferências internas, associado à actualização das pensões e ao aumento do número de pensionistas, contribuiu para uma nova expansão do rendimento disponível das famílias, estimada em 3.5 por cen-

Quadro III. 2

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES

Milhões de contos

	1989	1990		1991		1992	
	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	t.c.	valor
Salários (a)	2583.9	20.3	3107.8	19.1	3699.8	14.4	4231.6
Rendimentos de empresas e propriedade	2509.2	12.8	2830.6	15.0	3255.2	14.9	3741.0
Transferências internas	995.5	22.5	1219.6	21.4	1480.9	18.5	1755.5
Transferências externas	587.9	8.6	638.3	4.4	666.2	-3.5	643.0
Rendimento pessoal	6676.6	16.8	7796.3	16.7	9102.1	13.9	10371.1
− Impostos directos	468.9	13.5	532.2	30.0	691.9	22.8	849.6
− Contribuições sociais[a]	255.9	19.6	306.0	19.2	364.8	14.7	418.4
RENDIMENTO DISPONÍVEL	5951.8	16.9	6958.1	15.6	8045.4	13.1	9103.1
− Consumo privado	4611.0		5490.2		6434.9		7379.5
Poupança	1340.8		1467.9		1610.5		1723.6
Taxa de poupança	22.5		21.1		20.0		18.9

Nota:
(a) Não inclui contribuições patronais para a Segurança Social.

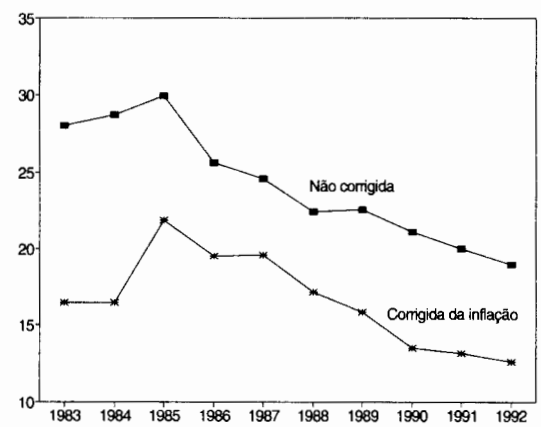
to em termos reais. Em face deste comportamento do rendimento, não seria de esperar uma desaceleração muito significativa do consumo privado, dada a forte correlação existente entre as duas variáveis e a maior estabilidade desta componente da despesa interna. Com efeito, de acordo com as estimativas efectuadas, a desaceleração do consumo relativamente ao ano de 1991 deverá ter sido apenas de meio ponto percentual (quadro III.2).

As restrições impostas ao crédito para consumo que vigoraram durante a década de oitenta impediram que o endividamento das famílias sob esta forma assumisse uma dimensão expressiva no total do crédito e, consequentemente, criaram espaço para a sua posterior expansão logo que a liberalização financeira o permitiu. Com efeito, em 1992 assistiu-se a um forte crescimento dos empréstimos bancários para consumo (41.5 por cento de variação homóloga no final de Dezembro), os quais, complementados com outras formas de crédito para aquisição de bens de consumo duradouros, concedido por sociedades financeiras ligadas ou não à banca, terão contribuído para aliviar eventuais situações de restrição de liquidez de alguns consumidores. A este propósito convém sublinhar, todavia, que, ao contrário do que sucede noutros países da OCDE, o peso do endividamento total no rendimento disponível dos particulares é ainda bastante baixo (menos de 20 por cento contra cerca de 100 por cento nos Estados Unidos). Considerando apenas o crédito para consumo, aquela proporção em Portugal (utilizando exclusivamente dados da banca) não chega ainda a 3 por cento (cerca de 18 por cento nos Estados Unidos).

Os factores demográficos, nomeadamente o aumento do peso relativo das camadas etárias da população com maior propensão a consumir (a proporção de indivíduos com 65 ou mais anos passou de 11.5 por cento no Censo de 1981 para 13.7 por cento no Censo de 1991), devem ter continuado a exercer a sua influência sobre o comportamento do consumo privado e da poupança. Algum impacto poderá ter tido também o aumento da concorrência e a intensificação das campanhas publicitárias visando persuadir os consumidores a comprar os bens e serviços que, com o alargamento do grau de abertura dos mercados, lhes são oferecidos em maior número e diversidade.

A taxa de poupança dos particulares voltou a cair em 1992, cerca de 1.1 pontos percentuais em termos do respectivo rendimento disponível. Esta evolução insere-se na tendência dos últimos anos e reflecte quer as alterações demográficas já referidas atrás, quer as mutações institucionais e estruturais que se têm verificado desde a adesão à CE, nomeadamente o ajustamento gradual do consumo às expectativas de um rendimento permanente mais elevado, associado a um maior optimismo em relação ao crescimento económico do País. A maior cobertura da Segurança Social – o número total de pensionistas aumentou mais de 80 por cento entre 1985 e 1992 – também não será alheia a este fenómeno de descida da taxa de poupança (gráfico III.2).

Gráfico III.2
TAXA DE POUPANÇA DOS PARTICULARES
Em percentagem do rendimento disponível

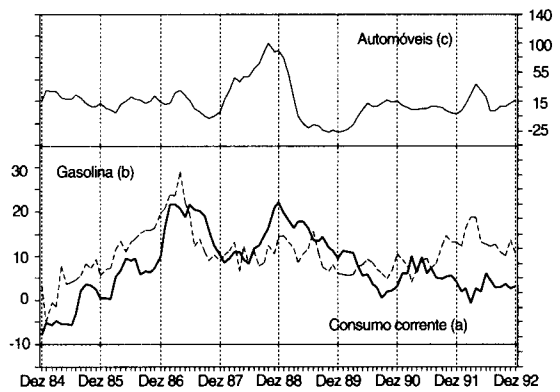


Fonte: Banco de Portugal e INE, Contas Nacionais.

Dado que a taxa de inflação conheceu uma nova redução em 1992, uma parte da descida da taxa de poupança reflectiu a diminuição do peso relativo da parcela destinada a manter o valor real dos activos financeiros líquidos na

posse das famílias. Com efeito, corrigida da erosão inflacionista, a taxa de poupança desceu apenas 0.6 pontos percentuais. Outro factor que influenciou negativamente a poupança dos particulares, tal como ela é medida nas contas nacionais, foi o forte acréscimo das compras de bens de consumo duradouros que são contabilizadas pela sua totalidade no consumo privado do período quando só o respectivo serviço o deveria ser. As aquisições deste tipo de bens, que apresentam habitualmente um padrão de evolução bastante mais irregular que o dos outros bens, são explicadas por razões semelhantes às que influenciam as decisões de investimento, designadamente a facilidade de financiamento e o chamado efeito *stock*. Qualquer um destes dois factores parece ter concorrido para a expansão da despesa privada em 1992: por um lado, a liberalização financeira reduziu as restrições de liquidez e, por outro lado, assistiu-se, em 1992, pelo menos no caso dos automóveis, a uma substancial renovação do respectivo parque.

Gráfico III.3
INDICADORES DO CONSUMO
Taxas de variação homólogas de médias móveis de 3 meses



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

Por tipo de bens de consumo, é clara a forte aceleração dos bens duradouros, em particular dos automóveis, que registaram um crescimento em volume estimado em mais de 22 por cento, o que só por si explica cerca de 1.5 pontos percentuais da taxa de crescimento do consumo privado em 1992. O aumento das importações de electrodomésticos, superior a 15 por cento em volume, sugere que o consumo deste tipo de bens se tenha também expandido a um ritmo bastante elevado. A evolução das importações de aparelhos de som e imagem, com um crescimento na ordem dos 14 por cento em volume, apontam também naquele mesmo sentido. De referir igualmente que em ambos os tipos de produtos se verificaram quebras nos respectivos preços de importação que, não obstante não se terem repercutido integralmente nos preços de venda, contribuíram para a descida dos respectivos preços relativos no consumidor, o que não deixou de dar um impulso adicional à sua compra (gráfico III.3).

O consumo de bens não duradouros deverá ter conhecido alguma desaceleração. Nesse sentido aponta o indicador do consumo corrente, construído com base nas vendas em volume das principais cadeias de supermercados, predominantemente constituídas por bens não duráveis, e que registou um crescimento de 2.8 por cento em média anual, menos 3.6 pontos percentuais que em 1991. Por seu turno, a expansão de importações de bens alimentares foi ainda bastante elevada (superior a 9 por cento em termos reais), sugerindo a continuação do reforço da componente importada no consumo privado. A intensificação do grau de penetração das importações tem sido favorecida pelo abaixamento do respectivo preço relativo, para o qual tem concorrido conjugadamente a estabilidade cambial da moeda portuguesa e a moderação dos preços internacionais. Em contrapartida, verifica-se uma acentuada redução da produção nacional de bens de consumo para o mercado interno. Este facto pode ser ilustrado quer pela queda do índice de produção industrial de bens de consumo nos últimos dois anos (marginal em 1991 mas próxima de 5 por cento em 1992), quer pela taxa de utilização da capacidade

produtiva apurada pelo inquérito de conjuntura à indústria transformadora para aquele tipo de bens, que em média anual desceu fortemente para um nível próximo do registado em 1983, período em que a economia portuguesa atravessava uma fase recessiva associada a um problema de desequilíbrio externo. Este comportamento da produção industrial é tanto mais significativo para a avaliação da parcela nacional no total do consumo, quanto ocorreu a par de um aumento significativo das exportações de bens de consumo (em 1992 a respectiva taxa de crescimento foi superior a 6 por cento). Contrariando a desaceleração do consumo de bens não duradouros, as vendas de gasolina evidenciaram um forte ritmo de crescimento (12.9 por cento em volume), superior em 2.9 pontos percentuais ao verificado em 1991. A acentuada redução do seu preço relativo, bem como o alargamento do parque automóvel devem ter sido os factores principais a concorrer para esta evolução.

Em termos de comportamento intra-anual, a generalidade dos indicadores sugere uma desaceleração consistente do primeiro para o terceiro trimestre; no entanto, nota-se uma certa oscilação em torno desta tendência no último trimestre do ano, que no caso de alguns indicadores pode estar associada a expectativas de alterações cambiais. Com efeito, não obstante os inquéritos ao comércio a retalho e por grosso dos últimos meses do ano apresentarem resultados nitidamente mais desfavoráveis que os dos períodos anteriores, tanto o indicador do consumo corrente como as vendas de automóveis de passageiros experimentaram um aumento de ritmo de crescimento no quarto trimestre de 1992 (gráfico III.3). A aceleração das importações de bens de consumo no mês de Dezembro aparece mais em consonância com a evolução destes indicadores do que com os sinais negativos dados pelos indicadores qualitativos dos inquéritos de conjuntura. Esta contradição no caso do indicador do consumo corrente pode esbater-se se for levada em consideração a diferença de dinamismo entre o comércio tradicional e os hipermercados, já que as amostras utilizadas não se referem ao mesmo universo: todo o comércio nos inquéritos de conjuntura (onde o comércio tradicional terá eventualmente ainda um peso não desprezível) e quase somente as grandes superfícies de venda no indicador do consumo corrente.

2.2 Consumo público

Em 1992, o consumo público registou uma taxa de crescimento de 1.4 por cento em termos reais (3.2 por cento em 1991). Esta evolução deve reflectir algum aumento de emprego no sector público administrativo (SPA), uma vez que as despesas correntes excluindo despesas com pessoal acusaram uma redução em volume.

Em termos nominais, a expansão das despesas em bens e serviços do SPA cifrou-se em 17.6 por cento. A parcela das despesas com pessoal – a mais importante no total – voltou a crescer muito acima dos outros gastos, sobretudo devido ao grande aumento das transferências para a Caixa Geral de Aposentações as quais, de acordo com as regras das contas nacionais, são classificadas como contribuições patronais para a Segurança Social. O elevado número de efectivos do SPA continuou, assim, a ser em 1992 um importante factor de rigidez na contracção dos gastos públicos. No quadro da Despesa Nacional, uma das consequências do excessivo aumento das despesas com pessoal é o elevado valor do deflator do consumo público, que no ano em análise deu, só por si, uma contribuição de cerca de 2.8 pontos percentuais para a taxa de variação do deflator do PIB.

2.3 Investimento

A formação bruta de capital fixo voltou a crescer em 1992 a uma taxa superior à do PIB: 4.6 por cento em termos reais, ou seja mais 1.8 pontos percentuais que a taxa do ano anterior. Esta evolução contrasta marcadamente com a taxa de crescimento da mesma variável do conjunto da CE (-0.7 por cento). O investimento em *stocks* estima-se que tenha dado uma

contribuição de 0.2 por cento para o crescimento do PIB.

Num contexto de abrandamento da actividade económica, a aceleração do investimento deverá ter reflectido quer a especificidade da economia portuguesa, onde o sector dos bens não transaccionáveis apresentou uma notável dinâmica, enquanto o dos transaccionáveis acusou uma acentuada perda de ritmo, quer a sua posição relativa no ciclo económico, em comparação com os países mais industrializados. De salientar, no tocante ao primeiro aspecto, o forte crescimento do investimento no sector dos serviços, designadamente nas telecomunicações e serviços de transporte e distribuição, a que não terá sido alheio o processo de privatizações e de progressiva desregulamentação daqueles. Na medida em que o investimento corresponde a um processo de ajustamento a um nível de *stock* de capital óptimo, é provável também que se tenham concretizado em 1992 algumas decisões de investimento tomadas em períodos anteriores, quando as expectativas eram de maior optimismo. Como factor adicional explicativo do comportamento diferenciado do investimento em relação à média comunitária, deve referir-se ainda a situação de relativo atraso no desenvolvimento do País em matéria de infraestruturas básicas, bem como a menor intensidade da utilização do capital no processo produtivo em geral. A disponibilidade acrescida de fundos estruturais comunitários deve ter constituído também uma condição favorável ao aumento da formação de capital fixo no período em análise, bem como um notável estímulo à formação de capital humano cuja contabilização não é contemplada no actual quadro de contas nacionais.

O preço relativo do factor capital continuou a diminuir em 1992, uma vez que tanto as taxas de juro como os preços dos bens de equipamento importados sofreram uma redução ao longo do ano, enquanto os salários no sector privado registaram apenas uma desaceleração modesta. Este facto deve ter contribuído para o reforço do peso das indústrias mais intensivas em capital, em detrimento das que utilizam mais intensivamente o factor trabalho, as quais devem ter continuado a ver os seus custos de produção aumentar e a sua posição concorrencial deteriorar-se ou ter que ser suportada por compressões nas margens de lucro, quer no mercado interno quer nos mercados externos.

A quebra de rentabilidade observada em 1992, aparentemente mais acentuada no subconjunto das empresas exportadoras, parece ter tido como primeira consequência um congelamento na distribuição de dividendos, permitindo sustentar uma taxa de autofinanciamento elevada, e que, de acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, terá mesmo ultrapassado ligeiramente a do ano anterior. Deste modo, apesar da descida das taxas de juro, as empresas terão considerado que o custo de oportunidade dos fundos gerados internamente é mais baixo que o custo marginal de outras formas de financiamento. Por outro lado, a importância da parcela dos lucros não distribuídos tende a aumentar em situações de baixa no mercado de capitais ou de imperfeição do seu funcionamento, como parece ser o caso português. A poupança das empresas, para o total da economia, sofreu apenas uma pequena redução, com o seu valor a manter-se ainda acima de 10 por cento do PIB (quadro III.3).

Os resultados do Inquérito ao Investimento, para o universo de empresas inquirido, que exclui o sector primário e uma boa parte dos serviços, foram bastante mais desfavoráveis que os seus homólogos do ano anterior. Apenas as empresas de grande dimensão (com mais de mil empregados) reportaram taxas de variação positivas. A queda do investimento terá sido particularmente vincada no sector industrial e nas empresas do sector da construção. Em contrapartida, os aumentos mais significativos do investimento registaram-se nos restaurantes e hotéis, seguros e comunicações. Por objectivos, é de destacar o aumento do peso relativo do investimento de racionalização, mas a maior parcela continuou a ser a orientada para a extensão da capacidade produtiva com cerca de 49 por cento do total. A

Quadro III.3

POUPANÇA E INVESTIMENTO

Milhões de contos

	1989	1990		1991		1992	
	valor	% PIB	valor	% PIB	valor	% PIB	valor
Poupança interna	1944.5	27.0	2311.9	24.9	2473.8	24.4	2763.1
Privada (inclui Empresas Públicas)	1900.8	28.0	2401.1	27.1	2694.7	25.5	2896.2
Particulares	1340.8	17.1	1467.9	16.2	1610.5	15.2	1723.6
Empresas	560.0	10.9	933.2	10.9	1084.2	10.3	1172.6
Sector Público Administrativo	43.7	-1.0	-89.2	-2.3	-220.9	-1.2	-133.1
Poupança externa[(a)]	76.7	1.6	140.2	2.6	261.6	2.8	316.6
POUPANÇA BRUTA = INVESTIMENTO BRUTO	2021.2	28.6	2452.1	27.5	2735.4	27.2	3079.7
Formação bruta de capital fixo	1878.8	26.2	2247.1	25.4	2521.0	24.9	2828.4
Variação de existências	142.4		205.0		214.5		251.4

Nota:
(a) Balança de transacções correntes menos transferências de capital da Comunidade Europeia.

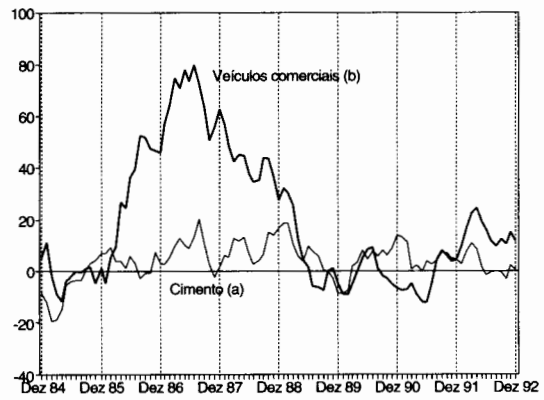
redução da proporção do investimento destinada à substituição, contrariamente aos resultados previstos no inquérito de há um ano atrás, confirma a deterioração da situação financeira numa boa parte das empresas, que terão adiado a concretização desse tipo de investimento para mais tarde. Por outro lado, o intenso processo de reestruturação industrial associado a inovações tecnológicas torna os equipamentos muito mais rapidamente obsoletos que numa situação de estabilidade estrutural, afectando sobretudo o investimento nos sectores tradicionais da indústria.

Por tipo de bens, a FBCF em equipamento (incluindo material de transporte) conheceu uma aceleração significativa, passando de uma taxa de crescimento de apenas 1 por cento em 1991 para 6.9 por cento. Por seu turno, o investimento em construção desacelerou cerca de dois pontos percentuais, tendo crescido a uma taxa estimada em 2.5 por cento. Os resultados do Inquérito ao Investimento confirmam este padrão de evolução para o segmento da FBCF do sector empresarial.

As importações de máquinas sugerem que, após uma certa desaceleração no segundo trimestre, tenha havido uma recuperação do investimento em equipamento, particularmente acentuada nos últimos três meses do ano. Não é de excluir que este comportamento das importações de bens de capital se encontre associado a expectativas de desvalorização do escudo, na sequência da crise do SME e do realinhamento da paridade central da moeda nacional. Uma análise mais detalhada das importações de bens de equipamento mostra que os grandes aumentos se registaram em produtos destinados maioritariamente ao sector dos serviços, particularmente às telecomunicações e saúde. Por seu turno, o aumento superior a 20 por cento em volume das importações de material de transporte destinado à actividade empresarial encontra correspondência na forte subida do número de veículos comerciais vendidos que se situou em 15.7 por cento, em média anual (gráfico III.4).

O principal indicador do investimento em construção – as vendas de cimento no mercado interno – desacelerou 1.9 pontos percentuais, registando um crescimento de 2.2 por cento em média anual (gráfico III.4). Esta desaceleração deve ter tido um paralelo na FBCF em construção excluindo estradas. Em particular, o investimento em habitação voltou a registar um fraco dinamismo, apesar do aumento do crédito concedido a particulares para aquisição de habitação, que se verificou na sequência da liberalização geral do crédito

Gráfico III.4
INDICADORES DO INVESTIMENTO
Taxas de variação homólogas de médias móveis de 3 meses



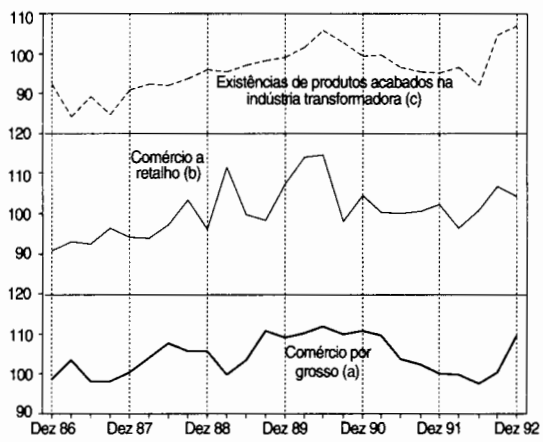
Fontes:
(a) CIMPOR.
(b) Associação do Comércio Automóvel de Portugal (ACAP).

ocorrida em 1991. A expansão do crédito deve ter contribuído para o escoamento do *stock* de casas de habitação por vender mas não terá sido suficiente para relançar a oferta que defronta agora uma evolução de preços de venda menos atractiva que a verificada nos períodos de *boom* da procura. As medidas legislativas entretanto tomadas visando a dinamização do mercado de habitação, com incidência especial na vertente do arrendamento, não parecem ter tido um reflexo significativo do lado da oferta. Com efeito, as licenças para construção de habitação caíram acentuadamente em 1992, situando-se em -28.1 por cento a respectiva taxa de variação média anual (5.9 por cento em 1991), embora uma parte desta quebra reflicta um fenómeno de antecipação ocorrido no quarto trimestre de 1991 associado à alteração do regime de licenciamento que entrou em vigor em Fevereiro de 1992.

A parte do investimento em obras públicas manteve o dinamismo dos anos anteriores, apesar da forte quebra do valor das obras adjudicadas, cujo reflexo na actividade terá sido mais do que compensado pelo grande volume de adjudicações ocorrido no passado recente. O investimento público, na sua maior parte em construção, cresceu em termos reais a uma taxa não inferior a 15 por cento. Por tipo de obras, as vias de comunicação mantiveram o papel preponderante do ano anterior (gráfico III.5).

Estima-se que o investimento em *stocks* tenha contribuído com 0.2 por cento para a taxa de crescimento do PIB. A aceleração da variação de existências é particularmente nítida na segunda metade do ano em ambos os inquéritos de conjuntura ao comércio e à indústria transformadora (gráfico III.5). Este comportamento dos *stocks* poderá compreender uma parte voluntária, principalmente constituída por produtos importados e associada às expectativas de uma desvalorização cambial a seguir à crise de Setembro no SME, e uma parte involuntária, decorrente do abrandamento da actividade económica, eventualmente mais forte do que o antecipado pelos agentes económicos.

Gráfico III.5
INDICADORES QUALITATIVOS DO NÍVEL DE EXISTÊNCIAS
Índices corrigidos da sazonalidade
1977/I-1982/IV=100



Fontes:
(a) Inquérito de Conjuntura ao Comércio por Grosso.
(b) Inquérito de Conjuntura ao Comércio a Retalho.
(c) Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora e Inquérito Mensal de Conjuntura à Indústria Transformadora.
Nota: Ver "Inquérito de conjuntura – transformação dos saldos das respostas extremas em índices". Boletim Trimestral, volume 8, nº 2, Junho de 1986.

Em 1992, os fluxos comerciais portugueses com o exterior registaram maior dinamismo que no ano anterior (quadro III.4). As exportações de bens e serviços cresceram 5.0 por cento, em termos reais (1.8 por cento em 1991), o que, juntamente com uma aceleração ainda mais marcada no crescimento das importações, de 6.5 para 11.3 por cento, resultou num novo aumento do grau de abertura do mercado de bens e serviços (gráfico III.6). Embora evidenciem recuperação face ao ano anterior, tanto as variações em volume das exportações como as das importações foram inferiores à média das taxas de crescimento verificadas desde a adesão de Portugal à CE. Este comportamento não pode ser dissociado do assinalável abrandamento económico verificado nos nossos principais parceiros comerciais nos dois últimos anos, bem como de alguma desaceleração no crescimento interno. Poderá estar igualmente relacionado com uma atenuação dos efeitos de criação de comércio, que terão sido mais acentuados nos primeiros anos pós-adesão.

Quadro III.4

EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO

Evolução em volume por grandes categorias económicas

Taxas de variação em percentagem

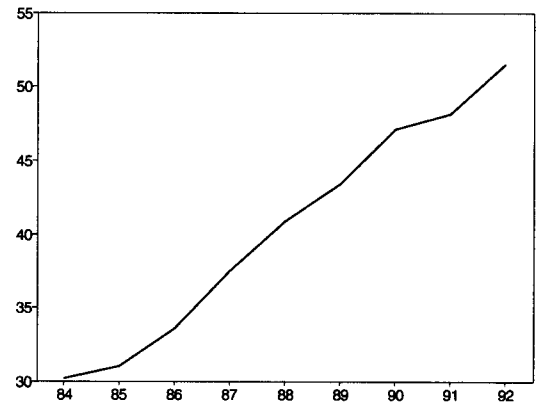
	Pesos (%) 1991	1989	1990	1991	1992(P)
Exportações	100.0	16.5	12.2	1.8	5.0
(preço)		8.0	4.2	0.1	-2.5
Exportações de mercadorias	74.7	19.8	12.0	1.1	7.2
(preço)		6.3	3.5	-0.3	-2.2
das quais:					
Bens de consumo	38.0	19.3	12.7	2.0	6.9
Bens de equipamento	10.8	34.9	10.5	-1.8	6.0
Combustíveis	1.7	46.0	8.9	-19.4	40.4
Bens intermédios	24.0	12.9	12.2	3.4	5.4
Importações	100.0	8.7	14.0	6.5	11.3
(preço)		7.9	5.3	0.2	-4.4
Importações de mercadorias	92.4	8.3	15.6	7.1	13.5
(preço)		7.8	3.4	-0.9	-5.4
das quais:					
Bens de consumo	23.6	7.2	26.3	18.8	21.0
Bens de equipamento	26.8	8.9	11.7	3.0	10.7
Combustíveis	8.3	22.4	6.6	-2.7	12.0
Bens intermédios	33.7	5.3	16.1	6.5	11.3

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

Gráfico III.6

GRAU DE ABERTURA DA ECONOMIA

Mercado de bens e serviços



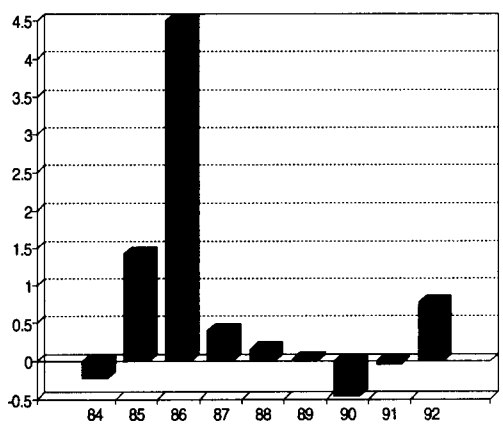
Nota: Sendo X as exportações e M as importações, o grau de abertura foi calculado pela fórmula [(X+M)/2]/PIB avaliada a preços constantes de 1977.

O maior crescimento das importações relativamente às exportações reflecte, em parte, a manutenção de um diferencial positivo entre as taxas de crescimento da procura interna em Portugal e no exterior, tendo-se traduzido numa contribuição negativa da procura externa líquida para o crescimento do PIB de 3.1 por cento em 1992 (-2.3 por cento em 1991).

A evolução relativa dos preços das exportações e das importações de bens e serviços resultou num ganho de termos de troca de 2.0 por cento, reflectindo quebras de preço mais acentuadas no caso dos bens e serviços adquiridos ao exterior (-4.4 por cento face a -2.5 por cento para as exportações). O ganho de termos de troca é mais notável se considerarmos apenas o comércio externo de mercadorias (3.4 por cento) e, mesmo excluindo os produtos petrolíferos e agro-alimentares, o ganho mantém-se (2.9 por cento). A alteração dos preços relativos no comércio externo implicou um ga-

nho de bem estar para o país – variação dos bens e serviços disponíveis na economia – equivalente a cerca de 0.8 por cento do PIB (gráfico III.7). Por outro lado, traduziu-se num diferencial de crescimento entre o deflator do produto e da procura interna (em particular, do consumo), que terá permitido aos produtores internos acomodar, com menor sacrifício de margens, o crescimento salarial ocorrido no ano, no contexto de alguma rigidez no mercado de trabalho.

Gráfico III.7
GANHOS E PERDAS DOS TERMOS DE TROCA
Em percentagem do PIB
Bens e serviços

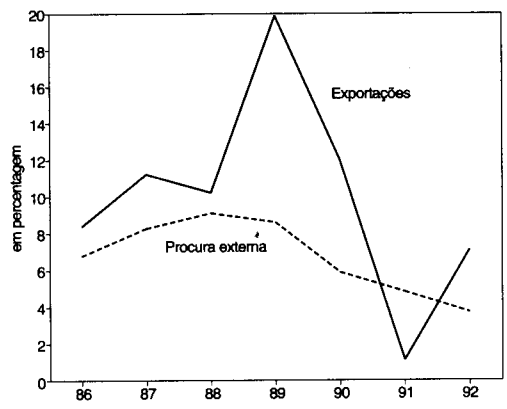


Nota: Sendo X as exportações, M as importações, Px o índice de preços das exportações, Pm o índice de preços das importações, P=(Px+Pm)/2 um indicador do índice de preços internacionais, os ganhos de termos de troca foram calculados com a fórmula (X-M)/P-(X/Px-M/Pm) avaliada em percentagem do PIB a preços do ano anterior.

A aceleração do ritmo de crescimento das exportações em 1992 deveu-se, no essencial, ao bom andamento das exportações de mercadorias, cuja expansão (7.2 por cento) superou o que era admitido pela generalidade das previsões no final do ano anterior. Esta evolução resulta de uma recuperação dos volumes exportados da generalidade dos produtos, com particular destaque para os "energéticos" e o "material de transporte", cujas taxas de variação reais se situaram significativamente acima da média[1]. No entanto, uma análise intra-anual, ainda que dificultada pelas perturbações causadas na recolha de informação pela greve dos ajudantes de despachantes oficiais no mês de Junho, indicia uma desaceleração das exportações de mercadorias ao longo do ano, que se terá acentuado significativamente no último trimestre (variação nula, em termos homólogos). Este padrão de evolução intra-anual foi observado, igualmente, noutros países europeus.

O comportamento das exportações de mercadorias é, em larga medida, explicado pela evolução dos mercados internacionais de destino. O indicador de procura externa[2] cresceu cerca de 3.7 por cento em 1992 (gráfico III.8),

Gráfico III.8
EXPORTAÇÕES E PROCURA EXTERNA
Taxas de crescimento em volume
Mercadorias



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

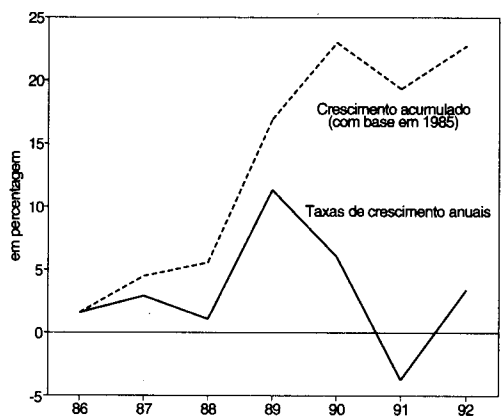
Nota A procura externa resulta da média das importações de mercadorias dos principais parceiros comerciais de Portugal. Como ponderadores utilizaram-se os pesos de cada um dos mercados nas exportações de mercadorias no ano anterior.

(1) Para uma análise detalhada por produtos e geográfica do comércio externo, ver Capítulo IV, Secção 2.1.

(2) O indicador da procura externa diz-nos quanto cresceriam as exportações portuguesas para os principais países clientes se se mantivesse a quota em cada um desses países. Representa o potencial de crescimento para as exportações, sendo definido como uma média ponderada dos volumes de importação de mercadorias dos principais países para os quais Portugal exporta (o peso é a parcela de cada um desses países no total de exportações de Portugal).

que compara com 4.8 por cento no ano anterior, tendo a desaceleração observada em alguns mercados importantes, caso da Alemanha e, em menor escala, Espanha e França, sido contrabalançada, em parte, pela recuperação de outros (Reino Unido). No entanto, comparando o crescimento dos volumes de exportação de mercadorias com o crescimento da procura externa, verifica-se que as vendas de Portugal ao exterior cresceram mais rapidamente que o seu mercado relevante, ou seja, que os produtores portugueses obtiveram um ligeiro ganho de quota, de cerca de 3.4 por cento, que terá permitido compensar as perdas verificadas no ano de 1991 (gráfico III.9).

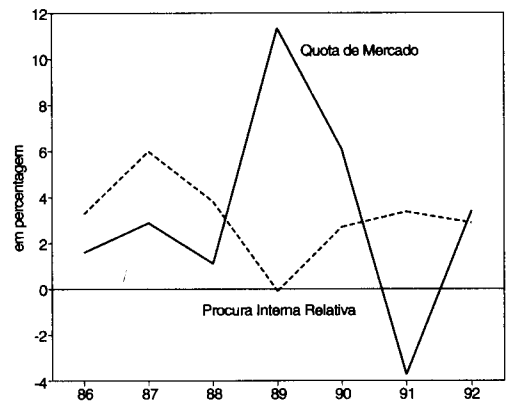
Gráfico III.9
INDICADOR DE *PERFORMANCE* - EXPORTAÇÕES
Evolução em volume
Mercadorias



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.
Nota: O indicador de *performance* das exportações é calculado a partir da comparação do crescimento dos volumes de exportação de mercadorias com o crescimento da procura externa – uma variação positiva do indicador significa um ganho de quota dos exportadores portugueses.

O andamento da procura interna não contribui para explicar o comportamento das quotas de mercado, dado que se apresentou mais dinâmica do que no exterior (gráfico III.10), o que indica que os incentivos para um desvio da produção doméstica de bens exportáveis para o mercado interno foram mais fortes em Portugal. Os efeitos-preço, quer do

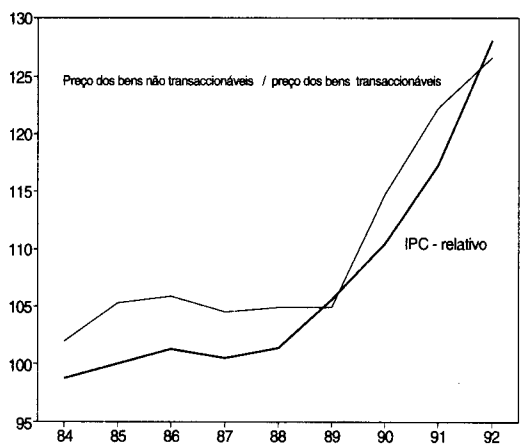
Gráfico III.10
QUOTAS DE MERCADO E PROCURA INTERNA RELATIVA
Taxas de crescimento em volume



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.
Nota: A procura interna relativa resulta da diferença entre as taxas de crescimento da procura interna em Portugal e no exterior (OCDE – Europa).

lado da procura interna, quer do lado da oferta, não se coadunam igualmente com a evolução das vendas ao exterior. Efectivamente, o aumento observado do preço relativo dos bens não transaccionáveis face aos bens transaccionáveis (gráfico III.11) conduz, por um

Gráfico III.11
ÍNDICES DE PREÇOS RELATIVOS
Base: 1985=100



Fonte: Com base em valores do *Eurostat* e do INE.

lado, a um efeito substituição na procura, favorecendo uma reorientação da despesa interna para bens transaccionáveis (onde se incluem os bens exportáveis) e, por outro lado, a um incentivo para o desvio de recursos para a produção de bens incluídos no sector não transaccionável. A evolução da taxa de câmbio real avaliada a partir dos IPC-relativos entre Portugal e o exterior nos últimos anos (gráfico III.11) indicia que estes incentivos estão a ser mais acentuados em Portugal do que no exterior.

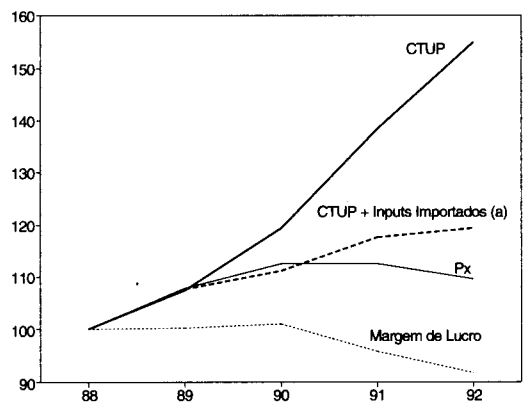
O andamento das quotas de mercado nos anos recentes deve, pois, ser relacionado com comportamentos estratégicos das empresas do sector exportador, com os efeitos da modernização, alteração estrutural e aumento da capacidade de oferta verificados no sector nos últimos anos, em resultado de elevados volumes de investimento. Estes efeitos-oferta são particularmente visíveis em alguns sectores, onde se verificou uma concentração de investimento directo estrangeiro, cujo peso no total das exportações se tem vindo a reforçar[3].

O gráfico III.12 apresenta a evolução dos preços de exportação e dos custos para o sector exportador, podendo tomar-se a sua evolução relativa como uma *proxy* do comportamento das margens de lucro das empresas exportadoras. Os custos considerados foram os do factor trabalho, para o que se tomou o custo do trabalho por unidade produzida (CTUP) no sector privado, e os dos *inputs* importados, para o que se usou o deflator das importações de bens intermédios. Na agregação destes custos utilizaram-se como ponderadores o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços com base na matriz *input-output* de 1985. Como se pode concluir da leitura do gráfico, deve ter-se verificado um novo estreitamento da margem de lucro dos exportadores em 1992 (-4.2 por cento), resultante quer de uma quebra de preço quer de uma subida dos custos. A descida significativa dos custos dos *inputs* importados

Gráfico III.12

PREÇOS E CUSTOS NO SECTOR EXPORTADOR

Base :1988=100



Fonte: Com base em dados da Direcção-Geral do Comércio Externo e Banco de Portugal.

Nota:

(a) A agregação é feita utilizando como pesos, respectivamente, o conteúdo em remunerações e em importações das exportações de bens e serviços da matriz *input-output* de 1985.

(-7.7 por cento) não terá sido suficiente para compensar um aumento estimado de 11.9 por cento para os custos salariais (corrigidos da produtividade). No entanto, deve proceder-se a uma interpretação cuidadosa deste indicador de competitividade, por diversas razões: os custos de trabalho por unidade produzida considerados não são os do sector exportador ou da indústria transformadora, mas os estimados para o sector privado da economia; tomou-se o deflator das importações de bens intermédios como indicador do custo dos *inputs* importados, presumindo-se que esse custo não é agravado nos circuitos de distribuição internos; os ponderadores utilizados na agregação datam de 1985, mas é presumível que posteriormente se deve ter acentuado a tendência para uma utilização mais intensiva de *inputs* intermédios relativamente ao trabalho, dada a evolução dos custos relativos; trata-se de um indicador muito agregado, não diferenciando a evolução da rentabilidade nos diversos subsectores exportadores.

(3) A este respeito, ver Capítulo IV, Secção 2.1.1 Distribuição Sectorial do Comércio Externo.

Não se dispõe de estatísticas que permitam aferir do nível absoluto das margens de lucro do sector exportador agregado, pelo que se torna difícil avaliar do impacto real da deterioração estimada para 1992 (igualmente verificada em 1991). O Banco de Portugal dispõe, no entanto, de uma base de dados de empresas da indústria transformadora, cuja informação se procurou tratar para avaliar do nível da margem de lucro para o subconjunto das empresas exportadoras dessa amostra para os anos de 1986-89. Consideraram-se como exportadoras todas as empresas cujas vendas ao exterior tivessem excedido 20 por cento das vendas totais em dois anos da amostra. Com base em 450 empresas que satisfaziam o critério e cujas vendas para mercados externos equivaliam a cerca de 25 por cento das exportações totais de mercadorias, nos quatro anos da amostra, procedeu-se ao cálculo da rentabilidade média das vendas, apresentando-se os resultados no quadro III.5. Os resultados amostrais obtidos sugerem que, face ao nível das margens de lucro em 1989, em média, as empresas exportadoras devem ter conseguido suportar o estreitamento de margem ocorrido nos dois últimos anos.

Quadro III.5

MARGEM DE LUCRO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS[a]

Em percentagem

	1986	1987	1988	1989
(Resultados correntes)/vendas x 100	-0.3	4.4	5.3	4.8
(Result.correntes+encargos financeiros líquidos)/vendas x 100	8.7	10.2	10.3	10.0
(Result.correntes+enc.fin.líq.+amort.+ + prov.)/vendas x 100	18.2	19.1	19.2	18.1

Nota:
(a) Com base numa amostra de 450 empresas, representativas de cerca de 25 por cento das exportações totais.

De qualquer forma, face à maior concorrência que caracterizará os mercados externos em 1993, dada a desaceleração económica esperada da generalidade dos parceiros económicos de Portugal, torna-se necessário, da parte dos exportadores nacionais, um esforço maior de contenção de custos e aumento de produtividade, por forma a evitar perdas de mercado significativas face à concorrência internacional[4].

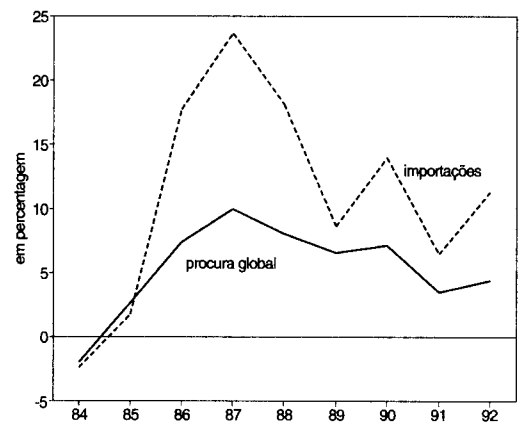
Em 1992, as importações de bens e serviços cresceram 11.3 por cento, em termos reais, o que representa uma sensível aceleração relativamente ao ano anterior (6.5 por cento), facto que pode ser explicado, em parte, pela evolução da procura global (procura interna mais exportações) (gráfico III.13), face a uma oferta interna condicionada, em alguns sectores, por uma situação de pleno emprego. O maior dinamismo das compras ao exterior terá contemplado todas as categorias de bens (quadro III.4). As importações de bens de consumo

Gráfico III.13

IMPORTAÇÕES E PROCURA GLOBAL

Taxas de crescimento em volume

Bens e serviços

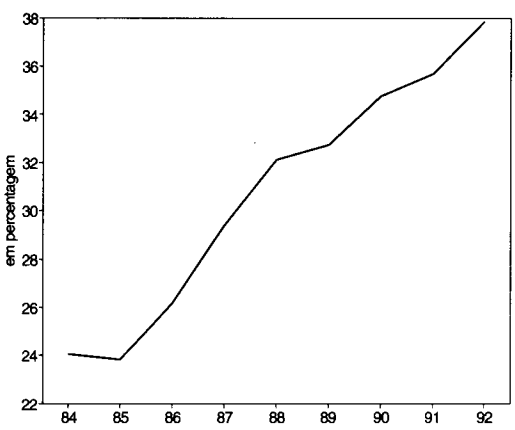


(4) A este respeito, refira-se que a Comissão das Comunidades Europeias estima uma deterioração dos indicadores de competitividade preço e custo de Portugal relativamente aos seus parceiros comunitários em 1992, no seguimento do que vem acontecendo nos últimos anos. Este maior crescimento dos preços e custos em Portugal face ao exterior é, em parte, reflexo de fenómenos de *catching-up*, dadas diferenças significativas de níveis no passado, mas a magnitude e o ritmo das perdas de competitividade evidenciadas poderão vir a colocar dificuldades crescentes à penetração de produtos portugueses no exterior.

cresceram 21 por cento, em termos reais, o que pode ser relacionado com a evolução do consumo que, embora em desaceleração, manteve uma taxa de crescimento elevada, e ainda com a forte elasticidade procura-rendimento de alguns bens importados (automóveis e outros bens duradouros). Por sua vez, o maior crescimento do investimento e a aceleração das exportações, através da sua componente importada, poderão explicar a recuperação das taxas de crescimento das importações de bens de equipamento e intermédios. Em termos intra-anuais, refira-se que o forte crescimento dos volumes importados no quarto trimestre do ano poderá ter estado relacionado com expectativas de uma desvalorização do escudo na sequência da crise do SME, que terão conduzido a antecipações de compras e à constituição de *stocks* de produtos importados.

Os preços de importação de mercadorias sofreram uma quebra de 4.4 por cento no ano de 1992, reflectindo a apreciação do escudo, em termos efectivos, bem como a moderação dos preços internacionais, ou mesmo redução, como no caso dos energéticos. Esta evolução deve ter determinado uma deterioração da competitividade do sector interno que concorre com as importações e explicará o maior dinamismo das compras ao exterior face às restantes componentes da despesa. Assim, o comportamento das importações deve reflectir, igualmente, uma substituição de oferta interna por oferta externa em alguns sectores, o que terá determinado novo aumento da taxa de penetração das importações (gráfico III.14). Por outro lado, a evolução dos preços de importação contribuiu para uma desaceleração dos preços dos bens transaccionáveis no consumo, logo da inflação interna, bem como dos custos dos *inputs* importados, com reflexos sobre a competitividade das exportações, cuja componente importada tem vindo a aumentar nos últimos anos.

Gráfico III.14
TAXA DE PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES
A preços constantes de 1977
Bens e serviços



Nota: A taxa de penetração resulta do rácio entre as importações e a procura total.

3. Produção

Em 1992, a taxa de crescimento do valor acrescentado bruto (VAB) para o conjunto da economia sofreu uma diminuição de 0.7 pontos percentuais em relação ao ano anterior, situando-se em cerca de 1.5 por cento. A desaceleração verificada, generalizada a todos os sectores, tornou, porém, mais nítida a dicotomia existente entre o sector de produção dos transaccionáveis e o dos não transaccionáveis. A indústria registou pelo segundo ano consecutivo uma quebra do respectivo VAB, estimada em 2.5 por cento, enquanto os serviços terão voltado a crescer a uma taxa superior a 4 por cento, o que tem vindo a acontecer desde 1985 (gráfico III.15). Estima-se que o VAB no sector da construção, tenha crescido cerca de 2.5 por cento, enquanto para o sector da electricidade, gás e água a respectiva estimativa é de 2 por cento. O VAB gerado no sector primário voltou a diminuir, cerca de 1 por cento, após ter conhecido taxas de crescimento negativas nos dois anos imediatamente anteriores.

O abrandamento do ritmo de crescimento do produto interno bruto, em paralelo com a prática manutenção da taxa de crescimento da procura interna, só não implicou um alargamento do défice comercial em percentagem do PIB porque se registaram em 1992 ganhos de termos de troca excepcionais, em boa parte de-

Quadro III.6

PRODUTO INTERNO BRUTO

Preços de mercado

Milhões de contos

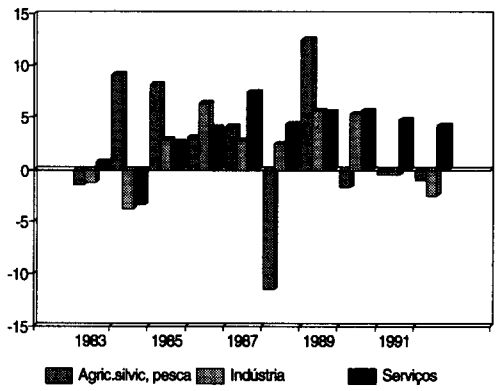
	1988	1989	1990	1991	1992
	preços correntes	t.c.v	t.c.v	t.c.v	t.c.v
Agricultura, silvicultura e pesca	365.1	12.5	-1.7	-0.5	-1.0
Indústria	1643.7	5.7	5.3	-0.5	-2.5
Electricidade gás e água	211.2	2.5	10.0	3.0	2.0
Construção	368.5	4.8	5.0	4.5	2.5
Serviços	3256.9	5.5	5.6	4.8	4.3
— Serviços bancários imputados	382.6	-	-	-	-
Impostos ligados a importação	117.1	-	-	-	-
IVA s/ produtos	422.7	-	-	-	-
PRODUTO INTERNO BRUTO	6002.8	5.5	4.2	2.2	1.5

Fonte: INE, 1988; Banco de Portugal, 1989-92.
Nota:
t.c.v.: taxas de crescimento em volume

Gráfico III.15

EVOLUÇÃO DO PIB POR SECTORES

Taxas de crescimento em percentagem



Fonte:Banco de Portugal e INE, Contas Nacionais.

vidos à queda, em cerca de 15 por cento, dos preços dos produtos energéticos importados. A moderação do crescimento dos preços dos produtos intermédios em geral permitiu às empresas acomodar, em certa medida, crescimentos dos salários reais superiores aos da produtividade.

3.1 Agricultura, silvicultura e pesca

O sector primário continuou a diminuir o seu peso no PIB, com um decréscimo de 1 por cento do respectivo VAB em 1992. A agricultura, ainda fortemente dependente das condições climáticas, foi o subsector que mais contribuiu para aquela evolução negativa. A tendência para a perda gradual do peso da agricultura na economia portuguesa verifica-se a par de uma forte irregularidade da sua evolução nos últimos quinze anos (quadro III.7).

O comportamento da produção agrícola em 1992 foi marcado por uma redução muito significativa da produção vegetal, para a qual contribuíram a quebra da produção de cereais

Quadro III.7

VOLATILIDADE DO PIB POR SECTORES

	Desvio padrão das taxas de crescimento no período 1978-92
Agricultura	7.9
Indústria	3.3
Serviços	2.6

(superior a 30 por cento) e os decréscimos também muito acentuados da produção de vinho e azeite; em contrapartida, a batata e as frutas registaram um comportamento favorável. A produção pecuária verificou uma evolução virtualmente nula, com comportamentos diferenciados de produto para produto. Convém referir que as estimativas apresentadas são baseadas nas quantidades produzidas, o que permite fazer uma avaliação da taxa de variação em volume do VAB do sector mas não do respectivo valor nominal, que é a variável mais importante para a determinação do rendimento dos agricultores. Aliás, dada a evolução negativa de grande parte dos preços no produtor presume-se que a taxa de crescimento nominal do VAB da agricultura possa ter sido inferior à respectiva taxa de crescimento real.

A quebra da produção agrícola não tem originado problemas de abastecimento dos mercados, uma vez que tem sido suficientemente compensada por importações de bens alimentares. Em 1992, a taxa de crescimento de importações de produtos agro-alimentares ultrapassou os 9 por cento em volume, com particular destaque para as importações de cereais e produtos pecuários que cresceram 49.8 e 30.3 por cento, respectivamente.

A contribuição da silvicultura para a taxa de crescimento do VAB do sector deve ter sido marginalmente positiva, admitindo-se para este agregado uma evolução semelhante à das exportações de produtos silvícolas, que registaram um ligeiro acréscimo, na base do qual esteve o comportamento favorável da cortiça. Por seu turno, estima-se que o subsector das pescas tenha dado um contributo positivo, dado que no conjunto dos três primeiros trimestres do ano o pescado descarregado aumentou 11.2 por cento relativamente ao período homólogo de 1991.

3.2 Indústria

O VAB da indústria transformadora e extractiva, estimado principalmente com base na evolução dos respectivos índices de produção industrial (quadro III.8), deve ter caído cerca de 2.5 por cento em 1992. O peso da indústria no PIB a preços de 1988 terá descido assim para 25.9 por cento.

A contribuição das diversas indústrias para o crescimento do VAB do sector foi bastante diferenciada, o que sugere a continuação da alteração estrutural que tem vindo a ocorrer na indústria portuguesa nos últimos anos. De acordo com a informação dada pelo índice de produção industrial (IPI), registaram variações positivas os sectores da madeira e cortiça, minerais não metálicos, metalúrgicas de base e máquinas e material eléctrico. O andamento favorável dos minerais não metálicos, onde se inclui a indústria cimenteira, deve reflectir a evolução da procura de materiais de construção, que se manteve positiva durante o período em análise. Por seu turno, o acréscimo das máquinas eléctricas encontra-se associado à apreciável expansão das respectivas exportações. Dos sectores que registaram taxas de crescimento negativas, são de destacar, por ordem de magnitude das referidas taxas, as máquinas não eléctricas, a alimentação, bebidas e tabaco e os têxteis. Por tipos de bens, a quebra mais acentuada verificou-se nos bens de investimento.

A informação dada pelos inquéritos de conjuntura à indústria transformadora confirma genericamente as conclusões anteriores baseadas no IPI. Os saldos das respostas extremas (aumentos menos diminuições) respeitantes à produção verificada foram bastante mais desfavoráveis ao longo de 1992 que no ano precedente. A queda abrupta da procura externa, igualmente revelada pelos inquéritos, deve ter sido o factor explicativo mais importante para o aumento do pessimismo dos empresários inquiridos. A taxa de utilização da capacidade produtiva para a indústria transformadora total registou uma descida de dois pontos percentuais, situando-se em 77 por cento, em média anual (quadro III.9).

Todavia, a queda da taxa de utilização da capacidade produtiva nalguns sectores nos quais simultaneamente se verificaram aumentos de produção (máquinas e material eléctrico

Quadro III.8

ÍNDICES DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL

	Pesos (%)	1988	1989	1990	1991	1992	1991 I	1991 II	1991 III	1991 IV	1992 I	1992 II	1992 III	1992 IV
ÍNDICE GERAL	(100.0)	3.8	6.7	9.0	-0.2	-2.2	4.8	-0.7	-1.3	-3.1	-0.1	0.7	-5.1	-4.6
Indústrias transformadoras-total:	(89.1)	2.8	2.7	5.7	-2.0	-4.0	1.5	-1.3	-2.7	-5.5	-3.1	-3.6	-4.4	-4.9
Alimentação,bebidas e tabaco	(11.8)	5.4	5.5	6.0	1.5	-6.9	2.3	4.4	2.3	-3.4	-2.0	-6.6	-16.3	-0.6
Têxteis e curtumes	(15.7)	-4.2	0.2	6.0	-2.8	-7.8	-0.1	-1.0	-2.6	-7.2	-8.0	-7.1	-7.8	-8.4
Vestuário e calçado	(4.5)	-2.6	2.4	8.7	0.1	-2.0	3.9	-0.8	2.4	-4.6	-5.8	-1.7	0.1	0.3
Madeira e cortiça	(5.3)	0.6	-4.2	-4.5	8.9	3.4	5.8	15.2	7.6	6.7	12.1	0.6	7.0	-4.8
Papel	(4.6)	1.2	3.4	1.3	10.4	-4.2	11.1	4.1	25.2	4.5	-4.5	1.7	3.5	-16.8
Químicas e conexas	(14.4)	2.5	4.6	6.2	-13.4	-7.4	-4.3	-13.6	-19.4	-17.3	-12.9	-7.9	3.8	-9.6
Minerais não metálicos	(7.8)	8.9	5.1	7.4	-1.3	2.7	1.4	-0.3	-1.0	-5.1	6.7	0.7	2.7	0.9
Metalúrgicas de base	(3.5)	7.4	3.9	-1.8	-11.6	11.8	-16.1	-12.9	-18.5	1.8	25.2	12.2	7.5	2.5
Produtos metálicos	(6.0)	2.6	2.6	8.8	-0.3	-5.0	5.9	3.2	-7.2	-3.6	-0.9	-13.8	-5.9	1.6
Máquinas não eléctricas	(2.9)	2.2	-0.5	7.2	-11.4	-10.0	-9.0	-11.8	-14.9	-10.4	-5.0	-6.9	-18.2	-11.5
Máquinas e material eléctrico	(5.3)	11.9	6.6	11.4	3.2	2.5	9.5	4.5	-2.5	1.0	0.7	8.7	5.4	-4.2
Máquinas eléctricas	(4.1)	12.8	9.6	9.7	3.3	n.d.	9.7	6.6	-5.4	1.9	1.4	11.0	8.6	n.d.
Material e aparelhos eléctricos	(1.2)	11.7	-1.1	17.2	2.9	n.d.	9.1	-1.4	7.6	-1.9	-1.6	1.5	-4.5	n.d.
Material de transporte	(7.3)	5.7	-5.5	-1.6	-2.0	-5.4	3.2	-2.5	-1.7	-6.4	-3.5	-4.0	-9.7	-5.2
Indústrias extractivas	(2.5)	9.6	149.6	78.0	12.5	8.9	61.1	3.0	4.4	2.8	40.8	35.8	-24.7	-6.1
Electricidade e gás	(8.4)	10.6	15.2	9.6	5.1	2.1	7.3	1.5	3.1	8.1	-1.4	10.6	2.8	-2.4
Bens de consumo	(28.0)	3.4	4.6	6.5	-0.1	-4.5	1.9	1.3	1.1	-4.6	-2.0	-4.2	-9.9	-1.5
Bens intermédios	(58.4)	2.4	2.5	5.3	-2.8	-3.0	1.2	-2.4	-4.1	-5.8	-3.1	-2.3	0.5	-6.6
Bens de investimento	(13.6)	3.0	-1.7	5.2	-4.0	-7.6	1.5	-3.4	-8.0	-6.7	-6.5	-7.9	-9.7	-6.8

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

Quadro III.9

GRAU DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA

Em percentagem

	t.u.m.[(a)] 1989	1990	1991	1992	1991 I	1991 II	1991 III	1991 IV	1992 I	1992 II	1992 III	1992 IV
Indústria transformadora-total	82	81	79	77	78	78	80	78	77	79	78	75
Alimentação e bebidas	75	75	72	72	71	71	74	71	69	72	75	72
Têxteis, vestuário e calçado	83	83	79	77	79	76	80	80	79	78	76	76
Madeira e cortiça	86	80	81	78	82	82	82	78	79	77	80	77
Papel	89	90	94	89	93	97	93	92	89	92	91	85
Químicas e conexas	76	77	73	75	76	71	70	76	76	76	73	73
Minerais não metálicos	83	82	83	79	82	83	84	83	76	82	80	78
Metalúrgicas de base	81	80	69	83	63	73	67	71	80	87	83	83
Produtos metálicos	76	75	75	72	74	76	78	72	77	70	74	68
Máquinas não eléctricas	83	82	83	79	81	83	85	82	77	83	80	75
Máquinas e material eléctrico	84	86	79	73	81	79	83	73	70	78	74	71
Material de transporte	90	88	87	88	88	88	87	85	90	89	88	83
Bens de consumo	80	79	77	74	78	76	78	76	73	75	77	72
Bens de intermédios	82	81	79	78	78	78	80	78	78	80	77	76
Bens de investimento	86	85	82	81	82	83	84	80	80	83	82	79

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

Nota:

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

e minerais não metálicos, por exemplo) sugerem aumentos correlativos da capacidade produtiva instalada.

A par da importante alteração estrutural intersectorial evidenciada pela grande dispersão das taxas de crescimento dos sectores referida no Relatório do ano anterior, existem também alguns indícios de profundas alterações ao nível intrasectorial, sobretudo relacionadas com o aparecimento de indústrias novas, por sua vez associadas ao investimento estrangeiro e orientadas para o mercado externo. Estatisticamente, tal fenómeno aparece reflectido no grande número de empresas novas criadas nos anos mais recentes (ver Caixa) e, dentro de cada sector, nas elevadas taxas de crescimento do emprego nas empresas em expansão, a par de fortes reduções do emprego no segmento de empresas em contracção. A acentuada discrepância entre as taxas de variação do IPI e as das exportações dos correspondentes produtos industriais, que terá atingido uma intensidade maior no biénio 1988-89, embora traduza em boa parte a redução da parcela da produção industrial vendida no mercado interno, poderá também indiciar alguma alteração intra-sectorial, na medida em que as novas indústrias possam ainda não estar suficientemente representadas no IPI.

3.3 Construção

A actividade no sector da construção conheceu uma notável desaceleração em 1992. Estima-se que a taxa de crescimento do respectivo VAB tenha crescido cerca de 2.5 por cento, ou seja 3 pontos percentuais abaixo da média do período 1987-91. O subsector das obras públicas foi o responsável pela expansão verificada, dado o volume de investimento público realizado, particularmente concentrado nas vias de comunicação adjudicadas em anos anteriores.

As vendas de cimento acusaram uma desaceleração: em média anual a taxa de crescimento foi apenas de 2.2 por cento (4.1 por cento em 1991). A perda de ritmo deste indicador não foi mais marcada porque no primeiro trimestre se registou um comportamento excepcional (11 por cento de variação homóloga) associado a condições climáticas bastante favoráveis para a actividade do sector. Por seu turno, as vendas de aço para a construção – indicador com uma grande volatilidade – registaram uma expansão média de 15.9 por cento (-1.9 por cento em 1991).

A construção de habitações novas deve ter conhecido uma relativa retracção, dada a evolução negativa das licenças para construção ao longo do ano. O elevado *stock* de casas por vender existente no início de 1992 terá sido um dos factores que contribuíram para a moderação dos respectivos preços de venda e, consequentemente, constituiu um desincentivo para a oferta. A retoma do crescimento (em termos reais) do crédito a particulares para aquisição de habitação deve ter contribuído, ainda que parcialmente, para o escoamento daquele *stock*. A reanimação do sector parece depender de alterações de carácter estrutural que eliminem os obstáculos ao funcionamento eficiente dos mercados, designadamente no que concerne ao mercado de arrendamento de habitação.

3.4 Electricidade, gás e água

O valor acrescentado bruto no sector da produção e distribuição de electricidade, gás e água deve ter crescido, em 1992, aproximadamente 2.5 por cento. Dado o seu peso relativo, o subsector da electricidade foi o principal responsável por esta evolução. A produção total de electricidade cresceu apenas marginalmente (0.1 por cento), tendo-se verificado uma acentuada quebra da produção de origem hídrica associada a condições pluviométricas desfavoráveis e, em compensação, uma forte subida da produção de origem térmica.

O consumo de electricidade aumentou 3.2 por cento, valor que se situou significativamente acima da taxa de crescimento do PIB; dado que se verificou uma quebra na produção industrial, as contribuições mais signifi-

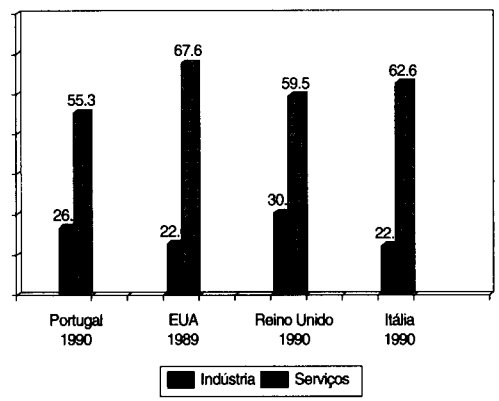
cativas para aquela variação global deverão ter sido dadas pelos sector doméstico e pelos serviços.

3.5 Serviços

O sector terciário voltou a reforçar, em 1992, o seu peso na economia, com uma taxa de crescimento do respectivo VAB estimada em 4.3 por cento, ou seja menos 0.5 pontos percentuais que no ano anterior. Esta dinâmica dos serviços contrasta com o acentuado abrandamento nos outros sectores e reflecte o aprofundamento do carácter dicotómico do desenvolvimento da economia portuguesa, com um crescimento excepcional do sector dos bens não transaccionáveis associado à apreciação real do escudo nos últimos dois anos. Esta situação é igualmente ilustrada pelo elevado crescimento do emprego no sector terciário e, presume-se, por taxas de crescimento do investimento muito acima da média da economia, nomeadamente no período em análise. O processo de terciarização da economia portuguesa deve prosseguir nos próximos anos, pois que o peso dos serviços no PIB ainda se encontra significativamente aquém do que se verifica em países com um grau de desenvolvimento mais avançado (gráfico III.16).

O valor acrescentado do subsector da Administração Pública deve ter crescido acima de dois por cento, apenas um pouco abaixo do verificado em 1991. Os indicadores relacionados com os serviços de comunicações mostraram-se particularmente dinâmicos,

Gráfico III.16
INDÚSTRIA E SERVIÇOS
Em percentagem do PIB



Fonte: OCDE e Banco de Portugal.

pelo que o VAB neste subsector deve ter registado um comportamento muito positivo. A banca e o restante sector financeiro registou um certo abrandamento em sintonia com a desaceleração da actividade económica geral; no caso dos bancos, o agregado "despesas com pessoal e resultados de exploração" acusou uma notável desaceleração no período Janeiro-Setembro (variação homóloga de 9.5 por cento contra 33.6 por cento em idêntico período de 1991). No comércio e hotelaria foram também notórios os sinais de diminuição do ritmo de crescimento. Em particular, o segundo deve ter reflectido a quebra das receitas de turismo verificada em 1992.

ANÁLISE DA RENDIBILIDADE DAS EMPRESAS

A evolução recente da conjuntura económica portuguesa tem motivado alguma discussão em torno da actual situação financeira das empresas. Para analisar a evolução da rendibilidade, utilizaram-se as contas do conjunto de empresas que enviam informação à Bolsa para construir um conjunto de rácios que habitualmente se usam em análise financeira, desagregando a amostra a nível sectorial.

A amostra utilizada permitiu reunir informação fidedigna e relativamente actualizada sobre as contas de um conjunto de empresas que, no entanto, não se pretende representativo do universo das empresas portuguesas. Os indicadores apresentados devem ser lidos tendo em conta que, à partida, se esperam diferenças entre as "performances" de empresas cotadas e não cotadas. Uma vez que algumas das empresas consideradas enviam informação sobre as suas contas no final do primeiro semestre, é possível ter alguma ideia da situação financeira das empresas em 1992, ainda que estes dados digam respeito a uma amostra bastante mais reduzida (aproximadamente 80 empresas contra cerca de 200 com dados de final de ano).

A análise da rendibilidade das empresas baseou-se nos seguintes rácios: rendibilidade do activo líquido ou rentabilidade económica, rendibilidade do capital próprio, encargos financeiros sobre capital alheio e endividamento relativamente ao activo[1]. A rendibilidade do activo líquido mede aproximadamente o rendimento obtido a partir dos activos em que se materializam os recursos próprios e alheios. A rendibilidade do capital próprio dá informação sobre o rendimento obtido pelos accionistas, que se concretiza sob a forma de dividendos ou através da retenção de lucros na empresa. O custo do financiamento externo, medido aproximadamente pelo rácio dos encargos financeiros relativamente aos recursos alheios, representa a remuneração do capital alheio investido na empresa. A rendibilidade do activo é determinada pela rendibilidade do capital próprio e pela remuneração do capital alheio ponderadas pela relação entre o endividamento e o capital próprio.

De uma forma muito geral, a evolução da rendibilidade, quer económica quer dos capitais próprios, sugerida pelo andamento dos rácios apresentados nos quadros anexos, caracteriza-se por um período de rápida recuperação, que termina com o exercício de 1988, seguido de um período de alguma quebra (vejam-se quadros 1 e 2). Note-se que as flutuações da rentabilidade económica são de menor amplitude que as da rendibilidade dos capitais próprios uma vez que o endividamento exerce um efeito amplificador do risco (efeito "leverage").

Quadro 1

RENDIBILIDADE ECONÓMICA

	1986 Dez.	1987 Dez.	1988 Dez.	1989 Dez.	1990 Dez.	1991 Dez.	1990 Jun.	1991 Jun.	1992 Jun.
Alimentação e bebidas	16.7	16.9	16.0	14.2	14.9	14.5	7.6	7.8	8.0
Têxteis	22.7	21.5	19.2	13.4	11.1	9.1	7.6	2.7	4.1
Madeira e cortiça	16.9	22.8	13.5	11.1	8.2	8.2	-	-	-
Papel e publicações	19.7	24.3	22.9	22.1	10.6	5.9	7.4	1.7	2.3
Químicas	11.9	14.0	15.1	15.2	12.0	7.1	6.7	4.1	4.3
Minerais não metálicos	22.5	22.8	24.9	19.2	18.3	14.2	8.2	5.9	5.2
Metalurgia de base	9.8	15.2	9.1	9.7	11.0	5.9	7.4	6.4	5.6
Máquinas	11.0	14.8	13.1	11.0	9.7	11.3	4.1	2.5	4.6
Indústria	16.7	18.3	16.9	14.2	12.0	10.2	6.7	4.1	5.0
Construção	9.3	9.9	9.1	8.7	10.0	11.0	4.2	4.8	4.9
Comércio por grosso	6.9	7.6	10.4	11.9	17.4	18.5	5.0	9.4	1.2
Comércio a retalho	11.5	14.7	10.7	10.3	6.4	11.0	4.9	3.3	3.0
Restaurantes e hotéis	6.5	12.5	11.6	10.0	9.1	9.0	1.8	2.7	0.9
Transportes e armazenagem	6.9	6.7	5.5	5.3	2.8	0.5	6.8	5.1	5.6

(1) No conceito de rendibilidade económica os resultados foram considerados antes de amortizações, provisões e encargos financeiros; no de rendibilidade do capital próprio antes de amortizações e provisões. Os encargos financeiros foram considerados líquidos de receitas financeiras.

Quadro 2

RÁCIOS DE RENDIBILIDADE

	1986 Dez.	1987 Dez.	1988 Dez.	1989 Dez.	1990 Dez.	1991 Dez.	1990 Jun.	1991 Jun.	1992 Jun.
Indústria transformadora									
Rendibilidade económica	16.7	18.3	16.9	14.2	12.0	10.2	6.7	4.1	5.0
Rendibilidade do capital próprio	36.0	35.7	31.8	25.0	17.6	12.7	10.7	4.4	5.3
Encargos financeiros/c.alheio	12.4	9.1	7.8	7.8	9.1	9.3	3.5	2.9	3.3
Capital alheio/activo	67.4	59.4	55.1	55.4	56.3	55.2	55.1	50.8	50.3
Construção									
Rendibilidade económica	9.3	9.9	9.1	8.7	10.0	11.0	4.2	4.8	4.9
Rendibilidade do capital próprio	33.8	35.3	25.5	23.5	25.5	26.8	9.4	8.9	8.5
Encargos financeiros/c.alheio	6.4	5.2	4.2	3.2	5.4	5.8	2.3	2.9	3.1
Capital alheio/activo	92.2	94.4	77.9	77.3	88.5	83.1	76.5	70.8	72.1
Comércio por grosso									
Rendibilidade económica	6.9	7.6	10.4	11.9	17.4	18.5	5.0	9.4	1.2
Rendibilidade do capital próprio	30.9	36.7	40.3	19.7	23.4	36.8	12.5	21.7	-1.5
Encargos financeiros/c.alheio	-1.2	-2.3	-2.1	0.2	2.5	3.0	0.6	4.1	3.7
Capital alheio/activo	84.9	82.5	81.1	77.5	75.3	70.7	47.5	46.6	54.4
Comércio a retalho									
Rendibilidade económica	11.5	14.7	10.7	10.3	6.4	11.0	4.9	3.3	3.0
Rendibilidade do capital próprio	37.3	63.2	28.1	32.6	23.1	29.2	24.0	10.3	8.1
Encargos financeiros/c.alheio	5.3	1.5	-0.4	-3.5	-4.0	-1.9	-0.9	-0.3	-1.4
Capital alheio/activo	66.8	52.8	51.6	55.4	58.6	60.6	76.3	59.8	54.0
Restaurantes e hotéis									
Rentabilidade económica	6.5	12.5	11.6	10.0	9.1	9.0	1.8	2.7	0.9
Rentabilidade do capital próprio	23.6	22.6	15.9	13.0	12.2	12.2	2.3	3.8	2.0
Encargos financeiros/c.alheio	8.0	-76.8	-14.5	-17.7	-20.7	-0.0	-1.5	-2.0	-1.9
Capital alheio/activo	48.1	35.0	29.9	31.0	30.2	27.4	19.0	16.9	31.1
Transportes e armazenagem									
Rendibilidade económica	6.9	6.7	5.5	5.3	2.8	0.5	6.8	5.1	5.6
Rendibilidade do capital próprio	2.3	7.8	-2.8	-15.8	-6.6	-13.8	14.5	9.5	11.2
Encargos financeiros/c.alheio	7.8	7.2	7.3	6.3	7.4	9.0	-3.8	-1.1	-0.4
Capital alheio/activo	77.1	73.9	73.6	80.9	61.7	64.0	33.0	30.1	32.0

No entanto, ao longo do período analisado, o andamento das taxas de rendibilidade é distinto nos vários sectores de actividade. Refira-se, a propósito, que resultados muito preliminares de um estudo em curso sobre os determinantes da rendibilidade das empresas nos anos mais recentes parecem apontar para o reduzido impacto de factores variáveis no tempo, mas comuns a todas as empresas no mesmo momento, face à importância de aspectos relacionados com o sector e de aspectos específicos às empresas.

Na indústria transformadora[2], após uma rápida recuperação detectada na generalidade das indústrias, observam-se, nos anos mais recentes, sinais de deterioração mais acentuados em algumas indústrias. Um dos sectores onde se observa uma maior quebra de rendibilidade económica é o das indústrias do papel, estando as empresas nacionais a reflectir uma crise internacional que se agravou em 1991. No entanto, a rendibilidade média do sector esconde situações individuais muito distintas, o que se deduz da elevada dispersão apresentada pela amostra, quer em termos absolutos quer em termos relativos (veja-se quadro 3).

Também as indústrias de têxteis, vestuário e calçado apresentam claramente uma quebra na rendibilidade económica, após terem atingido níveis bastante elevados, superiores à média da indústria até 1988. Tratando-se de um dos sectores com maior grau de abertura ao exterior, num contexto de apreciação real do escudo e insuficiente contenção salarial, a tentativa de manter quotas de mercado terá implicado algum sacrifício das margens de lucro. Verifica-se também uma elevada dispersão das taxas de rendibilidade nas empresas deste sector. Se-

(2) *A rendibilidade média na indústria transformadora foi calculada utilizando os pesos dos sectores no Índice de Produção Industrial.*

Quadro 3

RENDIBILIDADE ECONÓMICA

Dispersão e assimetria

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.	Dez.
Alimentação e bebidas						
Média	16.7	16.9	16.0	14.2	14.9	14.5
Desvio padrão	8.8	6.5	8.5	7.9	6.6	7.0
Assimetria	0.4	0.8	1.4	1.0	1.3	0.0
Têxteis						
Média	22.7	21.5	19.2	13.4	11.6	9.1
Desvio padrão	5.9	8.3	8.5	6.1	7.3	7.8
Assimetria	-0.1	1.1	0.0	-0.3	-0.7	-0.7
Madeira e cortiça						
Média	16.9	22.8	13.5	11.1	8.2	8.2
Desvio padrão	6.1	8.7	7.5	6.9	4.2	2.8
Assimetria	0.9	0.9	0.3	1.4	0.9	0.8
Papel e publicações						
Média	19.7	24.3	23.3	22.1	10.6	5.9
Desvio padrão	7.6	7.4	9.3	6.6	7.0	10.8
Assimetria	1.1	-0.7	-1.3	-1.4	1.2	1.1
Químicas						
Média	11.9	14.0	15.1	15.2	12.0	7.1
Desvio padrão	12.3	8.6	6.1	4.8	5.5	6.9
Assimetria	1.2	1.3	0.5	0.3	0.5	1.1
Minerais não metálicos						
Média	22.5	22.8	24.9	19.2	18.3	14.2
Desvio padrão	9.4	10.6	7.1	4.3	9.5	6.2
Assimetria	0.9	1.4	-0.1	-0.6	0.7	-0.2
Metalurgia de base						
Média	9.8	15.2	9.1	9.7	11.0	5.9
Desvio padrão	10.1	13.0	8.4	7.8	4.4	5.3
Assimetria	0.8	0.8	0.4	0.4	0.5	1.4
Máquinas						
Média	11.0	14.8	13.1	11.0	9.7	11.3
Desvio padrão	13.2	12.3	8.0	6.8	8.9	6.4
Assimetria	1.2	1.2	1.1	1.3	1.0	1.5

gundo a medida de assimetria, que apresenta um sinal negativo desde o exercício de 1989, há uma concentração da amostra em empresas com rendibilidade económica inferior à média do sector, o que contrasta com a situação apresentada pela generalidade das indústrias.

As indústrias alimentares, sobretudo orientadas para o mercado interno, foram, em média, as mais rendáveis, segundo os dados do exercício de 1991. Nestas indústrias a rendibilidade apresenta-se bastante estável ao longo do período considerado.

O sector da construção apresenta ao longo deste período menores flutuações na rendibilidade que o conjunto da indústria. Observa-se também que no exercício de 1991 os níveis de rendibilidade, quer económica quer dos capitais próprios, foram superiores aos dos três anos anteriores. Neste sector o peso do endividamento mantém-se relativamente mais estável e a um nível superior ao da indústria ou do comércio. Nos serviços, as elevadas taxas de rendibilidade observadas no comércio por grosso em 1990 e 1991 contrastam com uma certa deterioração detectada nos restantes subsectores.

A evolução em 1992, avaliada através da comparação dos indicadores de rendibilidade calculados com base nos dados do final do primeiro semestre, aponta para a manutenção dos níveis de rendibilidade do ano anterior. Exceptuam-se o comércio e o sector "restaurantes e hotéis", nos quais se detecta claramente uma quebra.

CRIAÇÃO DE EMPRESAS E DINÂMICA DE EMPREGO NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

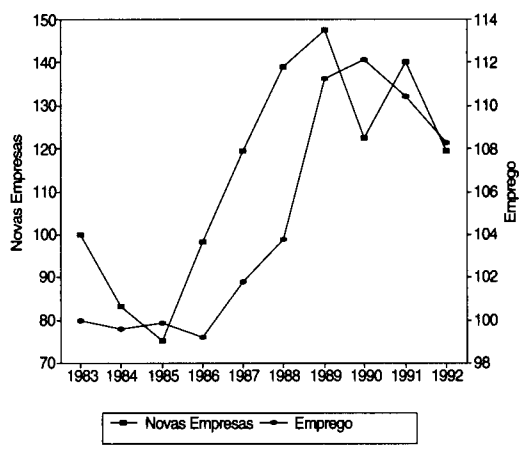
Com base em elementos dos Quadros de Pessoal do Ministério do Emprego e Segurança Social, estima-se que durante os três últimos trimestres de 1991 e o primeiro trimestre de 1992 o ritmo de entrada em actividade de novas empresas na indústria transformadora tenha sofrido uma quebra relativamente ao mesmo período no ano anterior, confirmando a tendência decrescente iniciada em 1990 e colocando os níveis de entrada de novas empresas em actividade em níveis próximos dos verificados em 1987. Não obstante, o impacto destas novas empresas é ainda bastante significativo, representando as empresas que entraram em actividade durante este período cerca de 11% do número total de empresas em actividade em Março de 1992, e sendo responsáveis por cerca de 4% do total do emprego na indústria transformadora[1].

O gráfico 1 mostra que o ritmo de criação de empresas parece acompanhar a dinâmica da evolução do emprego na indústria transformadora. Esta associação entre criação de empresas e nível de actividade não é porém necessariamente verificada quando considerada a um nível sectorial mais desagregado. Por exemplo, o sector da Borracha, em que a quota de emprego detida pelas empresas que iniciaram nesse ano a sua actividade é a mais elevada, é um sector que simultaneamente experimentou uma contracção particularmente importante do nível global de emprego (quadro 1), e não se detecta nenhuma associação estatisticamente significativa entre os dois fenómenos. Note-se que, entre os sectores em que a entrada de novas empresas tem mais peso em 1992 aparecem diversos sectores tradicionais como o dos Curtumes, Mobiliário, Vestuário e Calçado, que não

Gráfico 1

NOVAS EMPRESAS NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

Base: 1983=100



Fonte: Ministério do Emprego e da Segurança Social e Banco de Portugal.

Quadro 1

QUOTA DE EMPREGO DAS NOVAS EMPRESAS NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

CAE	Sector	Quota de emprego das novas empresas (%)	Taxa de crescimento do sector (%)
311	Alimentação	2.60	-1.71
312	Alimentação	1.05	1.97
313	Bebidas	2.07	-6.91
314	Tabaco	0.00	-7.57
321	Têxteis	2.64	-7.16
322	Vestuário	5.61	-0.87
323	Curtumes e couro	7.26	4.12
324	Calçado	4.90	3.66
331	Madeira e cortiça	3.07	-5.42
332	Mobiliário de madeira	6.51	7.56
341	Papel	3.35	-7.52
342	Publicações	3.45	3.55
351	Produtos químicos industriais	2.31	-12.22
352	Outros produtos químicos	1.73	-4.04
353	Refinarias de petróleo	0.00	-8.94
354	Derivados do petróleo e do carvão	0.00	-4.13
355	Borracha	18.28	-7.66
356	Plásticos	2.53	0.51
361	Porcelana e olaria	4.26	1.13
362	Vidro	2.70	-5.50
369	Outros produtos minerais não metálicos	3.56	-1.89
371	Ferro e aço	0.65	-6.01
372	Indústria básica metais não ferrosos	3.82	-7.06
381	Produtos metálicos	5.02	0.93
382	Máquinas não eléctricas	2.69	0.16
383	Máquinas eléctricas	3.87	0.05
384	Material de transporte	1.28	-2.38
385	Instr. prof. e de medida	1.68	-1.87
390	Outras indústrias transformadoras	6.30	-0.46

(1) As novas empresas são aqui definidas como aquelas que aparecem pela primeira vez nos Quadros de Pessoal num dado ano.

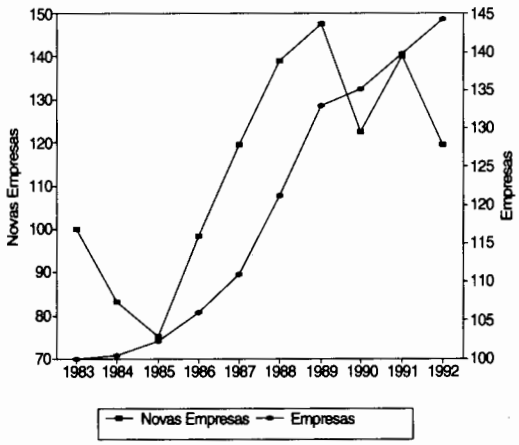
exibem necessariamente taxas de crescimento positivas.

Isto implica que a par destes fluxos de criação de empresas têm ocorrido fluxos também importantes de cessação de actividades, o que parece sugerir que uma boa parte das empresas que têm vindo a ser criadas têm levado ao desaparecimento de outras até aí em actividade[2]*. Este quadro parece evidenciar sinais de renovação do tecido empresarial e, na medida em que esta substituição entre empresas se faz de forma que as empresas mais eficientes desalojam e substituem empresas menos eficientes, constitui um sinal inequívoco de modernização. O saldo resultante destes dois fluxos tem sido, no entanto, sempre positivo durante a última década, e teve particular expressão durante os anos de 1988 e 1989 (gráfico 2).*

Gráfico 2

EMPREGO NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

Base: 1983=100



Fonte: Ministério do Emprego e da Segurança Social e Banco de Portugal.

Quadro 2

CRESCIMENTO E CONTRACÇÃO DAS EMPRESAS QUE SE MANTIVERAM EM ACTIVIDADE NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

CAE	Sector	Crescimento médio do emprego das empresas que se expandiram (%)	Contracção média do emprego das empresas que se contraíram (%)
311	Alimentação	14.78	13.77
312	Alimentação	15.82	16.02
313	Bebidas	12.98	12.82
314	Tabaco	1.46	8.10
321	Têxteis	10.34	11.00
322	Vestuário	14.28	12.08
323	Curtumes e couro	15.59	14.48
324	Calçado	14.95	10.81
331	Madeira e cortiça	19.02	14.70
332	Mobiliário de madeira	16.87	12.08
341	Papel	6.38	13.63
342	Publicações	17.13	12.13
351	Produtos químicos industriais	19.16	16.76
352	Outros produtos químicos	9.23	13.81
353	Refinarias de petróleo	-	8.94
354	Derivados do petróleo e do carvão	2.93	4.86
355	Borracha	16.36	20.62
356	Plásticos	14.71	10.46
361	Porcelana e olaria	12.63	10.35
362	Vidro	10.33	9.02
369	Outros produtos minerais não metálicos	14.38	11.98
371	Ferro e aço	15.87	10.41
372	Indústria básica metais não ferrosos	23.02	17.94
381	Produtos metálicos	17.87	14.85
382	Máquinas não eléctricas	14.52	13.39
383	Máquinas eléctricas	30.99	13.98
384	Material de transporte	16.17	9.64
385	Instr. prof. e de medida	6.66	10.17
390	Outras indústrias transformadoras	12.41	14.81

O quadro é de alguma forma confirmado pela evolução do emprego das empresas que se mantiveram em actividade entre Março de 1991 e Março de 1992. Apesar de, quando tomadas de forma agregada, estas empresas terem tido uma contracção do seu volume de emprego de cerca de 2.5%, a verdade é que apenas em cerca de metade destas empresas se verificou uma contracção no emprego, tendo a redução do volume de emprego verificada nestas empresas representado aproxida-

(2) *Medindo a entrada e saída de empresas por comparação dos ficheiros dos Quadros de Pessoal em dois anos consecutivos e contando como entradas as empresas que estando presentes num ano não o estavam no ano anterior, e como saídas aquelas que estando presentes num ano não o estavam no ano subsequente, o fluxo de saídas varia entre 62% e 97% do fluxo de entradas, respectivamente em 1988 e 1984. Em 1992 o valor equivalente é 82%.*

mente 13% relativamente ao seu volume de emprego em 1991. As empresas que cresceram neste período eram, em média, de menor dimensão (29 pessoas ao serviço contra 69 nas empresas que se contraíram, para empresas que em 1991 tinham mais de 4 pessoas ao serviço) e cresceram, em média cerca de 16% relativamente ao emprego no início do período. Estes são valores sem dúvida elevados e que indiciam que importantes movimentos de reestruturação parecem também estar a acontecer nas empresas que permaneceram em actividade durante o período. O quadro 2 apresenta os valores absolutos das taxas de crescimento médio destes dois grupos de empresas, desagregadas sectorialmente. É patente neste quadro que o facto de, num dado sector, haver empresas que se estão a expandir fortemente não implica que nesse sector não haja outras empresas cujo volume de emprego esteja em forte contracção. Pelo contrário, os dados deste quadro indicam que os dois movimentos estão de facto positivamente correlacionados, o que sugere que o processo de recomposição empresarial pode estar a ser levado a cabo muito mais numa perspectiva de recomposição intra-sectorial do que inter-sectorial.

4. Mercado de trabalho e repartição do rendimento

4.1 Caracterização geral da situação

Em 1992 assistiu-se a um ligeiro atenuar das tensões que se vinham sentindo no mercado de trabalho nos últimos anos, mantendo-se, no entanto, o perfil anterior: baixa taxa de desemprego e forte crescimento nominal e real dos salários.

O aumento, ainda que ligeiro, da taxa de desemprego e do emprego ilustra a diversidade das situações que se vivem na economia[5]. Com efeito, a par de alterações estruturais decorrentes nomeadamente da necessidade de ajustamento do tecido empresarial, envolvendo a criação e destruição de um grande número de empresas, de forma desigual entre os diversos sectores, regista-se um movimento cíclico descendente na actividade económica.

A taxa de desemprego foi em média anual 4.1 por cento (quadro III.10), o que deve significar um aumento de cerca de 0.5 pontos percentuais face a um indicador comparável para 1991, mantendo-se assim a um nível muito baixo, o menor da Comunidade Europeia com excepção do Luxemburgo. Este aumento constitui uma inversão da tendência sempre decrescente verificada desde 1985.

O emprego total e por conta de outrem terá crescido cerca de 0.9 por cento em 1992 (quadro III.10), crescimento muito inferior ao ocorrido no ano anterior: 3.0 e 1.4 por cento para o emprego total e por conta de outrem, respectivamente.

A remuneração nominal por trabalhador por conta de outrem cresceu 14.4 por cento (17.9 por cento em 1991), o que em termos reais significou um aumento de 4.5 por cento (5.8 por cento em 1991). Esta evolução em 1992 constitui uma inflexão à constante aceleração

(5) O acompanhamento da evolução do mercado de trabalho em 1992 deparou com dificuldades acrescidas devido à substituição por parte do INE do Inquérito ao Emprego, até então publicado, pelo novo Inquérito Trimestral ao Emprego. Relativamente à taxa de desemprego algumas alterações metodológicas terão conduzido à obtenção de uma taxa inferior. As dificuldades de comparação foram também importantes relativamente aos níveis de emprego e desemprego, uma vez que o Inquérito Trimestral ao Emprego tem implícitos valores e estimativas para a população residente baseados no Recenseamento Geral da População de 1991, apresentando uma quebra de série, face ao anterior Inquérito ao Emprego, baseado no censo da população de 1981. A compatibilização efectuada baseia-se na respostas dos inquiridos, no novo Inquérito ao Emprego, relativamente à sua situação um ano antes.

Quadro III.10

SÍNTESE DE INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

	Remunerações reais[a] (t.v.h)	Remunerações nominais[b] (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	5.8	17.9	4.1	3.0	1.4
1992	4.5	14.4	4.1[d]	0.9[e]	0.8[e]

Fonte: Banco de Portugal, com base nas Contas Nacionais, Inquérito ao Emprego (1985-91) e Inquérito Trimestral ao Emprego (1992) do INE.

Notas:

(a) Salário nominal deflacionado pelo deflator do Consumo Privado.

(b) Incluindo os valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições patronais para a Segurança Social.

(c) Abrange os desempregados que fizeram diligências concretas para obter emprego no período de quatro semanas anteriores ao inquérito.

(d) Esta taxa de desemprego não é comparável com a registada nos anos anteriores. Um indicador comparável, baseado nas respostas dos inquiridos quanto à sua situação um ano antes, aponta para um crescimento de cerca de 0.5 pontos percentuais entre 1991 e 1992.

(e) Dada a não comparabilidade dos resultados do Inquéritos ao Emprego até 1991 e o Inquérito Trimestral ao Emprego válido a partir de 1992 estas variações resultam de cálculos com base nas respostas dos inquiridos relativamente à sua situação um ano antes.

t.v.h.: taxa de variação homóloga.

do ritmo de crescimento dos salários nominais e reais a que se vinha assistindo desde 1990, que determinou uma variação real acumulada das remunerações nos últimos três anos superior a 14 por cento. Tal como nos anos precedentes, o crescimento dos salários no Sector Público excedeu o do Sector Privado, sendo a diferença aproximadamente 1.5 pontos percentuais.

O comportamento do mercado de trabalho em 1993 deverá de algum modo reflectir o abrandamento cíclico da economia e a possível diminuição de ganhos de termos de troca. É assim essencial procurar melhorias no funcionamento do mercado de trabalho. Com efeito, tanto em termos do comportamento da

Gráfico III.17

PRODUTO E CICLOS ECONÓMICOS

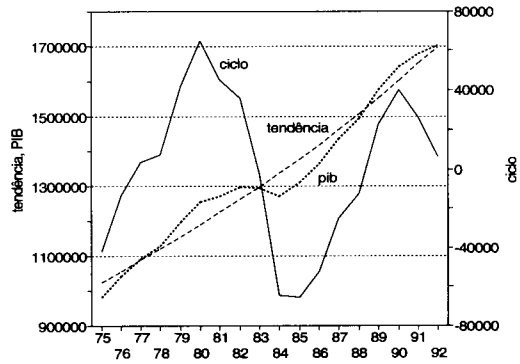


Gráfico III.18

CICLOS ECONÓMICOS E DESEMPREGO

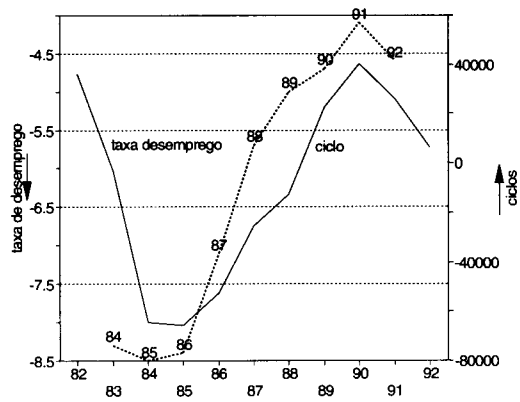
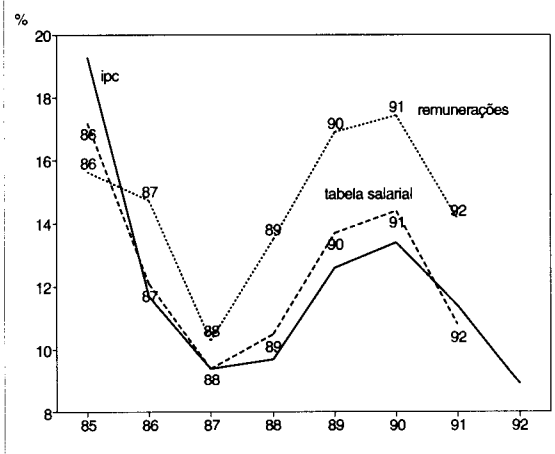


Gráfico III.19

PREÇOS E SALÁRIOS

Taxas de variação



Fonte: INE, Ministério do Emprego e da Segurança Social e Banco de Portugal.

taxa de desemprego como da evolução dos salários no âmbito da contratação colectiva tem-se registado um desfasamento da resposta do mercado de trabalho de cerca de um ano face à evolução do produto e da inflação (gráficos III.17, III.18 e III.19). Este facto é particularmente importante quando se inicia um período menos dinâmico da economia, e se traça uma trajectória desinflacionista.

O processo desinflacionista, se não acompanhado de uma moderação do crescimento dos salários nominais, acarreta um crescimento muito acentuado dos salários reais, com consequências negativas, nomeadamente sobre a competitividade externa, sendo inevitável a transmissão destes efeitos ao emprego.

Indicadores qualitativos disponíveis, quer para a indústria transformadora quer para o comércio (Inquéritos de Conjuntura à Indústria Transformadora e ao Comércio, INE) revelam uma diminuição do número de empregadores que pensam aumentar o emprego num futuro próximo, situação reflectida pelos consumidores, que revelam expectativas no sentido da subida da taxa de desemprego para 1993.

4.2 Emprego

Estimativas disponíveis para o emprego total em 1992 apontam para um crescimento moderado, que terá atingido cerca de 0.9 por cento no número de pessoas e 1.2 por cento nas horas totais trabalhadas. Estes valores implicariam um aumento de 0.3 por cento na duração média das horas trabalhadas, o que constituiria uma inversão do comportamento verificado nos últimos 4 anos nesta variável (quadro III.11). Este fenómeno pode ser entendido num quadro de maiores incertezas por parte das empresas, as quais, evitando contratar pessoal adicional, poderão ter recorrido preferencial e pontualmente a um aumento das horas de trabalho por parte do trabalhadores já empregados.

Por sectores de actividade constata-se que o primário registou decréscimos durante os quatro trimestres de 1992 face à situação dos inquiridos um ano antes. No sector secundário, apesar da estagnação e quebra observadas na produção, o emprego cresceu, ainda que a taxas muito baixas, nos três primeiros trimestres face aos homólogos de 1991, denotando a presença de rigidez na libertação de recursos; esta situação inverteu-se no quarto trimestre, tendo o emprego do sector decrescido 1.4 por cento. No sector terciário o emprego total cresceu em 1992, mas a taxas progressivamente menores ao longo do ano, passando de quase 3 por cento no primeiro trimestre para pouco mais de 1 por cento no último (quadro III.12).

Quadro III.11

EMPREGO, HORAS TRABALHADAS E DURAÇÃO MÉDIA DE HORAS DE TRABALHO

Taxas de variação

	Emprego total	Horas totais trabalhadas	Duração média de de horas 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
1992	0.9[a]	1.2	0.3

Fonte: INE - Inquérito ao Emprego (1985-91) e Inquérito Trimestral ao Emprego (1992) – e cálculos do Banco de Portugal.

Nota:

(a) Dada a não comparabilidade dos inquéritos ao emprego em 1991 e 1992, os valores para 1992 resultam das respostas dos inquiridos relativamente à sua situação um ano antes.

Quadro III.12

EMPREGO POR SECTORES DE ACTIVIDADE – 1992

Taxas de variação homólogas

	I	II	III	IV
Primário	-1.9	-3.2	-2.6	-1.7
Secundário	0.4	0.1	0.1	-1.4
Terciário	2.9	2.8	2.5	1.1
Total	1.5	1.2	1.1	-0.1

Fonte: INE, Inquérito Trimestral ao Emprego

Nota: As taxas de variação são calculadas com base nas respostas dos inquiridos face à sua situação um ano antes.

O emprego por conta de outrem terá crescido cerca de 0.8 por cento em 1992 (quadro III.10).

A evolução do emprego por conta de outrem foi muito diferenciada entre os diversos ramos da indústria transformadora, tendo aumentado muito significativamente a dispersão nos crescimentos destes. Este aspecto é ilustrado por dados do Inquérito ao Emprego Estruturado do Ministério do Emprego e da Segurança Social (MESS), que mostram um aumento do desvio-padrão dos crescimentos do emprego por conta de outrem, o qual passou de 2.7 em 1991 para 6.8 na média dos três primeiros trimestres de 1992.

Numa análise feita a um prazo dilatado e observando a nova repartição sectorial do emprego total do Inquérito Trimestral ao Emprego do INE, baseada em projecções feitas a partir do Recenseamento Geral da População de 1991, pode verificar-se, relativamente às projecções feitas até 1991, usadas no âmbito dos Inquéritos ao Emprego do INE (baseadas no anterior censo da população de 1981), uma assinalável quebra do peso do sector agrícola, que passou de cerca de 24 por cento em 1985 para aproximadamente 11 por cento em 1992. Esta quebra é fundamentalmente compensada pelo crescimento dos serviços, 42 por cento em 1985 e mais de 55 por cento na estrutura apresentada para 1992. A indústria durante este período manteve quase invariante o seu peso em torno de 25 por cento.

Relativamente ao emprego por conta de outrem, é interessante verificar que os serviços já pesam cerca de 60 por cento, enquanto a Administração Pública representa mais de 40 por cento no conjunto dos serviços, fracção superior à existente na década anterior. Nota-se ainda uma ligeira diminuição do peso da indústria, relativamente às projecções efectuadas com base no anterior censo da população: cerca de 1/3 do emprego por conta de outrem em 1985, menos de 30 por cento em 1992. O peso dos trabalhadores por conta de outrem afectos à agricultura é agora inferior a 3 por cento, quando era de cerca de 6 por cento nos anos 80. O sector da construção absorve aproximadamente 8 por cento dos trabalhadores por conta de outrem, menos dois pontos percentuais face a 1985.

Em 1992 deve ter registado nova redução do peso dos contratos não permanentes, basicamente contratos a termo, no conjunto dos trabalhadores por conta de outrem, sendo agora de cerca de 12.1 por cento, segundo dados do Inquérito Trimestral ao Emprego (16.1 por cento em 1991). Esta tendência, que ocorre desde 1989, poderá ser reflexo de alterações no enquadramento legal dos contratos a termo, os quais a partir de 1989 foram regulamentados, tornando-se menos flexíveis, designadamente devido às restrições impostas quanto ao número de renovações permitidas (no máximo duas), à tipificação rigorosa dos casos em que é possível a sua utilização e ainda à fixação de custos associados à cessação. Os contratos permanentes, por seu turno, tornaram-se mais flexíveis, nomeadamente no que respeita à possibilidade da cessação. A redução do peso dos contratados a termo no conjunto dos trabalhadores por conta de outrem faz prever que estas formas contratuais mais precárias venham a reflectir primeiramente algumas dificuldades que se venham a sentir no mercado de trabalho. A evolução registada no último trimestre de 1992 ilustra provavelmente este ponto.

A taxa de actividade em 1992 foi de 48.5 por cento. Este valor não é comparável directamente com os anteriormente apresentados pelo INE, devido às já referidas alterações no Inquérito ao Emprego (quadro III.13), mas presumivelmente representará uma subida face a 1991, já que o crescimento do emprego e desemprego sugere uma expansão da população activa que deve exceder o crescimento da população residente. Assistiu-se nos últimos anos e até 1991 a uma subida da taxa de actividade, o que se deveu em certa medida à decisão em participar no mercado de trabalho por parte de indivíduos que anteriormente o não faziam, aproveitando as maiores oportunidades surgidas. Da mesma forma que o aumento da taxa de actividade foi determinado, entre outros factores, pelo dinamismo da economia

Quadro III.13

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO

	1988	1989	1990	1991	1992	1991				1992			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
Em milhares:													
População residente total	9777	9796	9808	9815.3	9345	9812	9814	9816	9819	9347	9344	9346	9343
População activa[a]	4562	4628	4716	4829.5	4528	4763	4869	4821	4865	4511	4523	4543	4534
Emprego total	4299	4395	4496	4630.8	4341	4555	4694	4621	4653	4328	4347	4357	4330
Emprego por conta de outrem	2973	3076	3167	3211	3223	3165	3264	3211	3204	3208	3227	3248	3210
População desempregada[a]	262	233	220	199	187	208	175	200	212	183	176	185	203
Em percentagem:													
Taxa de actividade[b]													
Total	46.7	47.2	48.1	49.2	48.5	48.5	49.6	49.1	49.5	48.3	48.4	48.6	48.5
Para os activos dos 15-64 anos	67.9	68.3	69.0	70.3	68.4	69.8	71.0	70.3	70.4	68.0	68.4	68.7	68.5
Homens	79.9	80.4	80.5	80.7	78.7	80.4	81.4	80.6	80.4	78.5	78.6	78.9	78.7
Mulheres	56.7	57.2	58.2	60.6	58.9	59.7	61.0	60.6	60.9	58.2	58.9	59.2	59.1

Fonte: INE, 1988-91 Inquérito ao Emprego, 1992 Inquérito Trimestral ao Emprego. Os valores para 1992 não são comparáveis aos dos anos anteriores.

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 aos anos, as taxas são obtidas a partir das médias dos valores trimestrais.

verificado no período, pode esperar-se uma diminuição na participação destes indivíduos no mercado de trabalho na hipótese previsível de se atenuar tal dinamismo. Esta flexibilidade da taxa de actividade permite em certa medida mitigar o efeito de flutuações no emprego sobre a taxa de desemprego.

4.3 Desemprego

A taxa de desemprego em 1992 cifrou-se em 4.1 por cento (quadro III.10). Este valor, ainda muito baixo, terá no entanto representado uma subida de aproximadamente 0.5 pontos percentuais face a um indicador comparável para 1991.

Em termos intra-anuais verifica-se, embora se devam ter em atenção diferenças decorrentes da sazonalidade, um crescimento ao longo do ano, 4.1, 3.9, 4.1 e 4.5 por cento para os sucessivos trimestres de 1992, o que compara com as taxas de desemprego implícitas na situação um ano antes, reveladas pelos inquiridos do Inquérito Trimestral ao Emprego (INE), 4.0, 3.6, 3.5 e 3.2 nos trimestres correspondentes de 1991. A evolução do desemprego em 1992 deveu-se sobretudo aos valores da população desempregada à procura de novo emprego, já que a procura de primeiro emprego tem-se mantido praticamente estável ao longo do ano e aliás idêntica à de 1991.

Também é de assinalar em 1992 a redução da parcela dos desempregados de longa duração no total dos desempregados, 26 por cento (30 por cento em 1991) (quadro III.14). A este decréscimo do peso dos desempregados de longa duração, sensível sobretudo a partir de 1989 (42 por cento em 1988, 37.8 por cento em 1989 e persistindo a descida até ter atingido 25.9 por cento em 1992), não será alheio o facto de estarem consagrados na lei, desde 1989, apoios financeiros não reembolsáveis (12 vezes o salário mínimo nacional) e isenção da obrigatoriedade de pagamento das contribuições para a Segurança Social durante um certo período (que pode variar entre os 12 meses, para trabalhadores até 40 anos e programas apoiados pelo Instituto de Emprego e Formação Profissional (IEFP), e 36 meses, para trabalhadores com mais de 40 anos e programas

Quadro III.14

DURAÇÃO MÉDIA DE PROCURA DE EMPREGO

Em meses

	Curta[(a)] duração	Longa[(a)] duração	Por memória: % dos desempregados de longa duração no total do desemprego
1985	5.8	28.1	48.4
1986	5.8	27.6	47.8
1987	5.6	27.3	47.2
1988	5.3	27.6	42.0
1989	5.3	26.8	37.8
1990	5.1	26.4	33.9
1991	5.0	26.0	30.1
1992	4.7	27.0	25.9

Fonte: Banco de Portugal, com base no Inquérito ao Emprego (1985-91) e Inquérito Trimestral ao Emprego (1992) do INE.

Nota:

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

não apoiados pelo IEFP) dirigidos às entidades que empreguem desempregados de longa duração.

Assistiu-se ainda a uma nova diminuição, ainda que muito marginal, da duração média da procura de emprego por parte dos desempregados de curta duração, que foi 4.7 meses no ano transacto. Em contrapartida, a duração média do desemprego de longa duração aumentou marginalmente, passando de 26 para 27 meses entre 1991 e 1992 (quadro III.14), o que representa uma inflexão face à tendência manifestada desde 1988.

O aspecto mais saliente da taxa de desemprego verificada em 1992 é sem dúvida o facto de ser muito baixa, podendo ser entendida como praticamente correspondente a desemprego friccional.

A redução sustentada da taxa de desemprego desde 1985, que se cifra abaixo de 5 por cento desde 1989, deve-se à conjugação de factores do lado da oferta e do lado da procura agregadas.

É, em termos gerais, aparente ter o desemprego seguido com um desfasamento de cerca de um ano a evolução do ciclo económico (gráfico III.18). Neste sentido as tensões verificadas no mercado de trabalho desde 1990 reflectem o excesso do produto face à sua tendência verificado desde 1989, grandemente induzidas pela pressão da procura agregada. A procura interna revelou um grande dinamismo durante todo este período: em média entre 1988 e 1991 a procura nominal cresceu 18 por cento ao ano, o que equivale a um crescimento real de aproximadamente 4.4 por cento ao ano. Os valores correspondentes para 1992, com um crescimento estimado da procura nominal superior a 14 por cento e da procura real superior a 4 por cento, não se afastam do padrão anterior.

Relativamente ao impacte de factores do lado da oferta agregada, interessa ainda distinguir os que directamente se relacionam ou dizem respeito ao funcionamento do mercado de trabalho.

Assim, um dos factores importantes terá sido o ganho continuado de termos de troca, o que constitui um choque positivo do lado da oferta agregada não decorrente do mercado de trabalho, mas afectando directamente este, nomeadamente ao permitir em certa medida atenuar os efeitos sobre os custos de produção da subida de salários.

Quanto aos aspectos directamente relacionados com o funcionamento do mercado de trabalho, é igualmente de realçar o papel dos ganhos de produtividade. Não são, além disso, de excluir melhorias no processo de afectação dos trabalhadores às ofertas de emprego.

Este último aspecto é tanto mais interessante quanto as reformas tecnológicas associadas ao processo de adesão e integração de Portugal nas Comunidades poderiam, por si só, envolver uma maior destruição e criação de emprego, possibilitando a manifestação de algumas dificuldades no processo de adaptação dos trabalhadores aos novos empregos disponíveis, gerando nomeadamente mais desemprego friccional, senão estrutural. Aparentemente, no entanto, os impactes positivos vividos neste período foram suficientes para tornar estes efeitos secundários. Para isto terá

contribuído a própria rigidez na reafectação de recursos no mercado de trabalho, a qual terá adiado as reconversões profissionais necessárias. No entanto, à medida que este processo de reafectação vai tendo lugar – isto é, à medida que os sectores com emprego excedentário vão libertando trabalhadores para os sectores onde estes são necessários – é possível que se venha a assistir a um aumento do desemprego friccional.

Por outro lado, para o bom resultado obtido na reafectação dos trabalhadores às vagas, poderá ter contribuído o investimento em formação profissional. A título de exemplo refira-se que o número de participantes em acções de formação profissional desenvolvidas no âmbito do Fundo Social Europeu foi 168000, 276000 e 429000 em 1990, 1991 e 1992, respectivamente. Em percentagem do PIB os montantes envolvidos no financiamento destas acções passaram de 0.3 para 0.8 entre 1990 e 1992.

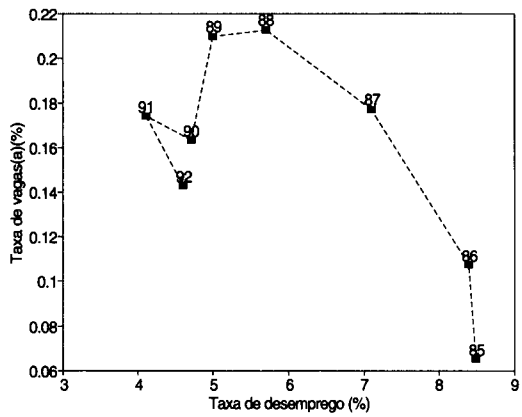
A caracterização geral dos factores dominantes na explicação do funcionamento do mercado de trabalho pode ser sintetizada nas curvas que relacionam, por um lado, a taxa de desemprego e as ofertas de emprego não satisfeitas (vagas) – curva de *Beveridge* – e, por outro lado, taxa de desemprego e salários ou inflação – curva de *Phillips*. Movimentos simultâneos destas duas curvas aparecem em geral associados a alterações no processo de funcionamento do mercado de trabalho, por exemplo melhorias deste geram deslocações para baixo de ambas as curvas. Movimentos apenas da curva de *Phillips* são em geral atribuíveis a alterações no processo negocial, envolvendo nomeadamente os salários, ou alterações de expectativas quanto à inflação. Movimentos da curva de *Beveridge* aparecem associados a alterações no processo de afectação dos trabalhadores às vagas disponíveis.

Movimentos ao longo das curvas estão relacionados com alterações no nível de actividade. Nestes casos qualquer redução adicional de desemprego deve envolver, tudo o resto constante, maiores níveis de vagas por preencher, porque as empresas requerem mais trabalhadores, sendo a disponibilidade e adaptação destes às vagas existentes sucessivamente menor, e acréscimos nos salários com repercussões sobre a taxa de inflação.

Em Portugal parecem poder observar-se deslocações para a esquerda da curva de *Beveridge*, em 1988-90, e da curva de *Phillips*, em 1985-88. Desde então, porém, têm-se basicamente verificado movimentos ao longo das duas curvas (gráficos III.20, III.21)

Gráfico III.20

TAXA DE VAGAS[(a)] *VERSUS* TAXA DE DESEMPREGO



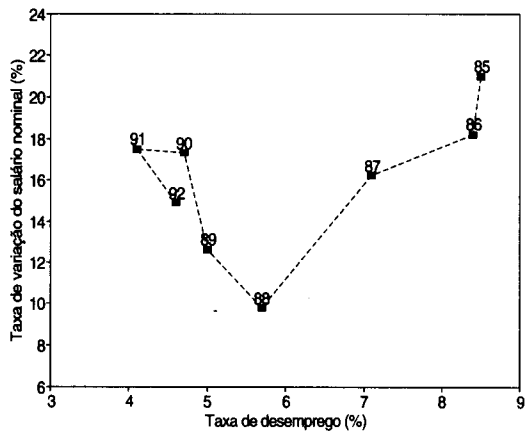
Fonte: INE e Instituto do Emprego e Formação Profissional.

Nota:

(a) Rácio entre o número de ofertas por satisfazer e a população activa.

Gráfico III.21

REMUNERAÇÃO NOMINAL *VERSUS* TAXA DE DESEMPREGO



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Em particular em 1992 aspectos relacionados com algum abrandamento económico devem ter sido os principais condicionantes do comportamento do mercado de trabalho.

4.4 Salários e produtividade

Estima-se para 1992 um crescimento de 14.4 por cento para as remunerações nominais por trabalhador por conta de outrem, o que corresponde a uma variação real de 4.5 por cento (quadro III.10). Os valores correspondentes para 1991 foram, respectivamente, 17.9 e 5.8 por cento, sugerindo algum abrandamento em 1992.

Em 1992 os salários (remunerações excluindo contribuições patronais para a Segurança Social) tiveram crescimentos nominais de 12.8 e 14.4 por cento e reais de 3.1 e 4.5 por cento para o sector privado e público, respectivamente (quadro III.15). O comportamento diferenciado entre o sector público e privado continua na linha do sucedido desde 1985, com a única excepção do ano de 1986, e em termos acumulados significa que os salários nominais no sector público quase triplicaram entre 1985 e 1992, enquanto no sector privado o factor foi inferior a 2.5, sendo os crescimentos reais acumulados de cerca de 40 e 11 por cento para o sector público e privado, respectivamente.

A evolução das remunerações do sector público em 1992 continua assim a revelar uma grande rigidez, muito embora o Programa de Convergência Q2 tenha realçado a importância do sector público como elemento de liderança na contratação colectiva e a nível da Concertação Social, bem como a importância da evolução adequada da massa salarial da função pública no processo de consolidação orçamental.

O salário mínimo nacional, que abrange cerca de 6 por cento dos trabalhadores ex-

Quadro III.15

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

Taxas de variação

	Salário nominal		Salário real	
	Sector privado	Sector público[a]	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	15.3	19.9	3.5	7.6
1992	12.8	14.4	3.1	4.5

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

Nota:

(a) 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.

Quadro III.16

SALÁRIO MÍNIMO NACIONAL

	1990	1991			1992			1993	
	Valor (esc.)	Valor (esc.)	Taxa variação nominal (%)	Taxa variação real (%)	Valor (esc.)	Taxa variação nominal (%)	Taxa variação real (%)	Valor (esc.)	Taxa de variação nominal (%)
Agricultura, silvicultura e pesca	34500	40100	16.2	4.3	44500	11.0	1.4	47400	6.5
Serviço doméstico	28000	33500	19.6	7.4	38000	13.4	3.6	41000	7.9
Outras actividades	35000	40100	14.6	2.8	44500	11.0	1.4	47400	6.5

Fonte: Diário da República (Dec.-Lei nº 494/88, Dec.-Lei nº 242/89, Dec.-Lei nº 41/90, Dec.-Lei nº 14-B/91, Dec.-Lei nº 50/92 e Dec.-Lei nº 124/93).

cluindo o sector agrícola e a função pública, foi actualizado em 1992 em 13.4 por cento para o serviço doméstico e em 11 por cento para as restantes actividades. Para 1993 estes salários foram de novo revistos em 7.9 por cento para o serviço doméstico e 6.5 por cento para os restantes sectores de actividade, fixando-se em 41000 e 47400 escudos, respectivamente (quadro III.16).

A evolução dos salários reais foi acompanhada de um crescimento inferior da produtividade, quer por trabalhador quer horária, as quais registaram variações de 0.6 e 0.3 por cento, respectivamente (quadro III.17 e gráfico III.22). Em termos acumulados, entre 1987 e 1992, o diferencial de crescimento entre as remunerações e a produtividade atinge 7.5 pontos percentuais.

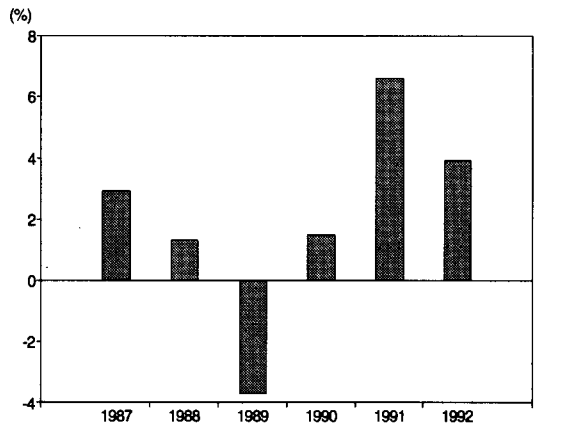
O nítido abrandamento do crescimento da produtividade em 1991 e 1992 deve reflectir a presença de elementos de rigidez no mercado de trabalho que dificultaram a utilização óptima dos recursos disponíveis, bem como a inflexão do ciclo económico.

O comportamento dos salários é o reflexo claro da pressão ainda sentida no mercado de trabalho e constitui um importante obstáculo ao processo de desinflação da economia portuguesa. Refira-se ainda a flexibilidade na subida do salário real entre 1990/91 e 1991/92, evidenciada num aumento da elasticidade face ao emprego por conta de outrem, passando de 1.7 para 4.2, e bem assim da semi-elasticidade face à taxa de desemprego, a qual em valor absoluto passou de 0.042 para 0.48 (quadro III.18).

Gráfico III.22

REMUNERAÇÕES REAIS E PRODUTIVIDADE

Diferencial de crescimento



Quadro III.17

PRODUTIVIDADE DO FACTOR TRABALHO

	Produtividade por pessoa[a] (t.v.h)	Produtividade horária[b] (t.v.h)
1987	2.5	1.9
1988	1.4	2.1
1989	3.3	3.9
1990	1.9	2.6
1991	-0.8	0.8
1992	0.6	0.3

Fonte: Banco de Portugal, Inquérito ao Emprego (1987-91) e Inquérito Trimestral ao Emprego (1992), 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.18

FLEXIBILIDADE DO SALÁRIO REAL

	Elasticidade média salário real emprego por conta de outrem[a]	Semielasticidade média salário real variação na taxa de desemprego[b]
1985-1989	0.759	-0.005
1990-1991	1.739	-0.042
1991-1992	4.241	-0.479
1990-1992	2.439	-0.105

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.

Confrontando as variações das remunerações verificadas com as variações das remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva, pode concluir-se pela importância que tiveram as condições de pressão no mercado de trabalho: as remunerações efectivamente praticadas devem ter crescido a ritmos superiores aos mínimos contratados. Este diferencial deve-se em parte ao facto de em cada ano as remunerações reflectirem não só as revisões das tabelas salariais suas contemporâneas, mas também as revisões feitas ao longo do ano anterior, e estar a ocorrer num período de desinflação.

A evolução intra-anual das remunerações médias implícitas na regulamentação colectiva, embora devendo ser lida com alguma cautela, já que é no primeiro trimestre de cada ano que se concentra a generalidade da entrada em vigor dos contratos (geralmente anuais), apresenta uma clara descida entre o início e o fim do ano de 1992: 11.4 por cento nos dois primeiros trimestres, 10.8 e 9.1 por cento no terceiro e quarto trimestres, respectivamente. Os valores apresentados para o último trimestre podem sugerir a incorporação, por parte dos agentes envolvidos no processo negocial, de uma situação menos favorável à fixação de objectivos salariais irrealistas, quer quando confrontados com a evolução da produtividade, quer face as exigências de competitividade para a economia portuguesa (quadro III.19).

Por sectores, nota-se em 1992 a tendência dos últimos anos, no sentido de revisões das tabelas salariais a taxas mais elevadas nos serviços do que na indústria, 11.9 e 10.8 por cento, respectivamente (quadro III.19).

Em qualquer caso, as revisões implícitas na regulamentação colectiva excederam as recomendações do Conselho Permanente de Concertação Social, que apontavam para um crescimento médio da tabela salarial de 9.75 por cento para o ano de 1992, com 10.75, 9.75 e 8.5 por cento para os sucessivos quadrimestres.

Em 1993 não foi assinado um Acordo de Concertação Social. Este facto poderá reflectir as dificuldade de coordenação entre os agentes envolvidos nessas negociações, no sentido por exemplo de se aceitar um padrão de revisão salarial comum, numa altura em que são significativas as diferenças de comportamento entre empresas distintas e entre os diversos sectores da economia.

Quadro III.19

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	14.1
I	14.7	14.7	14.5
II	14.3	13.5	14.1
III	13.4	13.5	13.5
IV	11.4	12.8	11.9
1992	10.8	11.9	11.2
I	10.9	12.3	11.4
II	11.2	11.7	11.4
III	11.3	10.5	10.8
IV	9.0	9.7	9.1

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.

4.5 Repartição do rendimento

Estima-se um crescimento de 13.5 por cento para o Produto Nacional Bruto a custo de factores (PNBcf), com 15.4 por cento de crescimento para as Remunerações do Trabalho e 9.5 por cento para o Excedente Bruto de Exploração. O peso da Remunerações do trabalho no PNBcf passou de 53.2 por cento em 1991 para 54.2 por cento em 1992 (quadro III.20), correspondendo a um crescimento de 1.7 por cento.

Este crescimento do peso dos salários no rendimento nacional ficou aquém do diferencial entre o crescimento das remunerações

Quadro III.20

REPARTIÇÃO DO RENDIMENTO NACIONAL

Milhões de contos

	1989	1990		1991		1992	
	valor	t.c.	valor	t.c.	valor	t.c.	valor
Remunerações do trabalho	3184.0	20.7	3844.7	19.6	4596.4	15.4	5306.4
Salários	2583.9	20.3	3107.8	19.1	3699.8	14.4	4231.6
Salários privados	1841.3	17.5	2163.6	15.8	2505.4	13.6	2844.9
Salários da Administração Pública	742.6	27.1	944.2	26.5	1194.4	16.1	1386.7
Contribuições patronais efectivas	498.4	23.2	614.1	22.2	750.3	22.0	915.5
Contribuições fictícias	101.7	20.8	122.8	19.2	146.2	9.0	159.3
Excedente bruto de exploração	3037.8	16.9	3553.4	13.3	4027.7	9.5	4411.3
Rendimentos do Resto do Mundo	-113.1	-69.8	-34.1		10.8		81.7
PNB a custo de factores	6108.6	20.5	7414.5	17.0	8634.9	13.5	9799.4
Imp.s/ bens e serviços menos subsídios	955.4	21.7	1112.0	14.8	1313.1	23.8	1625.3
PNB a preços de mercado	7064.0	20.7	8526.5	16.7	9948.0	14.8	11424.7
Transferências internacionais (líq.)	716.0	9.2	667.9	5.1	702.1	9.3	767.2
Rendimento disponível da Nação	7780.0	19.6	9194.4	15.8	10650.1	14.5	12191.9
Sociedades	560.6		934.2		1084.2		1172.7
Particulares	5951.8		6958.1		8045.4		9103.0
Administração Pública	1267.6		1302.2		1520.4		1916.2

Nota:
t.c.- taxa de crescimento

Quadro III.21

EVOLUÇÃO DO PESO DAS REMUNERAÇÕES NO RENDIMENTO NACIONAL

Taxas de variação

Em percentagem

	Rácio das remunerações no Rend. Nacional[a]	Efeitos				
		Remunerações reais	Produtividade[b]	"Termo de troca"	"Rendimentos de factores com o exterior"	"Impostos indirectos líquidos"
1985	-1.1	1.3	-3.4	-1.7	-0.6	3.2
1986	-3.2	3.7	-3.8	-5.4	-2.4	3.7
1987	-1.0	5.4	-2.4	-0.9	-1.1	-1.3
1988	-0.4	0.1	-1.4	-1.6	-0.5	1.3
1989	-4.2	-0.4	-3.2	-0.2	-0.6	-1.0
1990	-0.5	3.4	-1.8	-1.0	-1.4	-0.4
1991	2.6	5.8	0.8	-1.9	-0.6	0.3
1992	1.7	4.5	-0.6	-2.6	-0.7	1.3

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 devido a arredondamentos.
(b) A produtividade iguala o rácio entre o PIB e o emprego total. Tem portanto implícita a igualdade entre a produtividade dos trabalhadores por conta de outrem e a dos restantes trabalhadores.

reais (4.5 por cento) e da produtividade por trabalhador (0.6 por cento) devido basicamente ao facto de se ter beneficiado, novamente em 1992, de um "efeito de termos de troca" (aqui entendidos como diferença entre o deflator do consumo e o deflator do produto) de 2.6 por cento (quadro III.21).

Também outras situações favoráveis do lado da oferta agregada, como o abaixamento dos preços dos produtos intermédios importados, saldando-se num decréscimo de cerca de 6.5 por cento para os *inputs* não salariais, terão permitido que os reflexos da subida dos salários reais não se tenha feito sentir de forma mais visível no comportamento do emprego e desemprego.

5. Preços

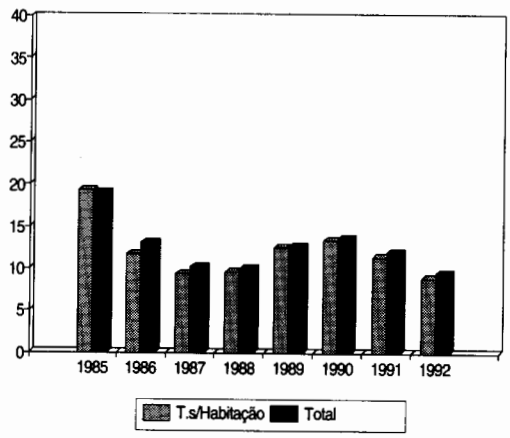
Em 1992, voltou a registar-se algum progresso na evolução da inflação. A taxa média de crescimento dos preços, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) sem habitação, desceu para 8.9 por cento, após 11.4 e 13.4 por cento em 1991 e 1990, respectivamente (quadro III.22). A classe "rendas e conservação de interiores", só disponível em termos médios anuais, registou um aumento de 15.7 por cento, em 1992, pelo que o IPC incluindo habitação cresceu 9.5 por cento no ano (gráfico III.23). A avaliação da evolução da inflação com base no IPC, entre 1991 e 1992, é, no entanto, dificultada pela divulgação de um novo índice a partir de Janeiro de 1991, elaborado com base numa estrutura de despesa de consumo mais recente (1989/90), não sendo inteiramente correctas as comparações com taxas do ano anterior, dadas pelo antigo índice. Em média anual, o deflator do produto e os salários nominais registaram abrandamentos pouco significativos e ganhos muito pequenos em termos de convergência nominal com a CE, enquanto que, com base no IPC, se observou uma redução do diferencial de inflação com a CE em 1.7 pontos percentuais.

Em termos de evolução intra-anual – em que é possível utilizar apenas o novo IPC[6], não distorcendo a análise com alterações me-

Gráfico III.23

ÍNDICES DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
TOTAL GERAL

Taxas de variação anuais



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 a CE [a]
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	-
1987	9.4	10.2	9.9	8.5	-
1988	9.7	9.7	9.5	9.9	-
1989	12.6	12.6	12.6	12.6	7.6
1990	13.4	13.2	9.0	19.1	7.8
1991	11.4	12.7	8.1	15.2	6.5
1992	8.9	11.8	7.4	11.2	4.8[P]

Fonte: INE, Banco de Portugal e Eurostat. 1983 a 1987 IPC com base em 1976; 1988 a 1991 IPC com base em 1983; 1992 IPC com base em 1991.

Nota:
(a) Comunidade Europeia excluindo Portugal.

(6) Com base no novo IPC é possível calcular correctamente as taxas de variação homólogas mensais a partir de Janeiro de 1992 e ainda, só para o total e para as classes, as de Dezembro de 1991. De acordo com o novo índice, ter-se-ia registado uma taxa de variação homóloga do IPC sem habitação de 8.8 por cento, em Dezembro de 1991, contra 9.6 por cento apresentados pelo anterior índice.

todológicas – o progresso na evolução da inflação foi mais modesto. Com efeito, de acordo com esse indicador a taxa de variação homóloga dos preços era de 8.4 por cento em Dezembro de 1992, contra 8.8 por cento um ano antes (quadros III.23 e III.24). No comportamento intra-anual, foi um ajustamento nas taxas do IVA que justificou, em parte, uma inflexão no final do primeiro trimestre na taxa de variação homóloga, que atingiu 9.8 por cento em Maio, após o que se retomou a trajectória da redução progressiva.

Esta evolução, no segundo semestre de 1992, foi extensiva ao conjunto dos países europeus, o que determinou que o diferencial de crescimento de preços relativamente à CE não se tenha reduzido ao longo do período, situando-se em cerca de 5 pontos percentuais em Dezembro de 1992 (quadro III.24). As disparidades entre a taxa de inflação homóloga em Portugal e as dos nossos principais parceiros comerciais ficaram compreendidas entre os 3 pontos percentuais em relação à Espanha e os 6 1/2 pontos percentuais em relação à França, sendo de salientar a redução, embora marginal, do diferencial com a Espanha, o que não se verificou com a generalidade dos outros países da CE.

Quadro III.23

INDICADORES DE INFLAÇÃO

Taxas de variação homólogas em Dezembro

	Inflação observada	Inflação subjacente	Inflação dos transaccionáveis	Inflação dos não transaccionáveis
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
1987	8.9	10.7	8.4	9.5
1988	11.6	10.3	13.4	9.3
1989	11.6	11.7	9.6	14.3
1990	13.7	14.3	8.4	20.8
1991	9.6	12.2	7.3	12.3
1992	8.4	11.6	6.7	10.6

Fonte: INE e Banco de Portugal. 1983 a 1987 IPC com base em 1976; 1988 a 1991 IPC com base em 1983; 1992 IPC com base em 1991.

Quadro III.24

TAXAS DE INFLAÇÃO NA COMUNIDADE EUROPEIA E DIFERENCIAL EM RELAÇÃO A PORTUGAL

Em percentagem

	1991	1992											
	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Inflação homóloga													
Comunidade Europeia[a]	4.8	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8	4.5	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.6
Alemanha	4.2	4.0	4.3	4.8	4.6	4.6	4.3	3.3	3.5	3.6	3.7	3.7	3.7
França	3.1	2.9	3.0	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.1	2.0
Itália	6.1	6.1	5.7	5.4	5.4	5.5	5.4	5.2	4.9	4.7	4.7	4.7	4.6
Espanha	5.6	5.9	6.7	6.8	6.5	6.5	6.2	5.2	5.7	5.8	5.2	5.1	5.3
Reino Unido	4.5	4.1	4.1	4.0	4.3	4.3	3.9	3.7	3.6	3.6	3.6	3.0	2.6
Grécia	18.0	18.1	18.2	18.3	16.0	15.8	15.1	13.6	15.3	15.3	15.9	15.0	14.3
Portugal[b]	8.8	8.6	8.0	8.5	9.5	9.8	9.5	9.5	9.2	9.1	8.7	8.6	8.4
Diferencial com a CE[c]	4.0	4.1	3.4	3.8	4.8	5.1	5.1	5.5	5.2	5.2	5.1	4.9	4.8

Fonte: INE e EUROSTAT.
Notas:
(a) Média ponderada.
(b) IPC com base em 1991.
(c) Excluindo Portugal.

O importante impulso desinflacionista proveniente do exterior, em 1992, em conjugação com a política de estabilidade do escudo, não foram suficientes para moderar a pressão exercida por factores de origem interna, responsáveis pela manutenção dum ritmo ainda elevado de crescimento de preços no conjunto do ano.

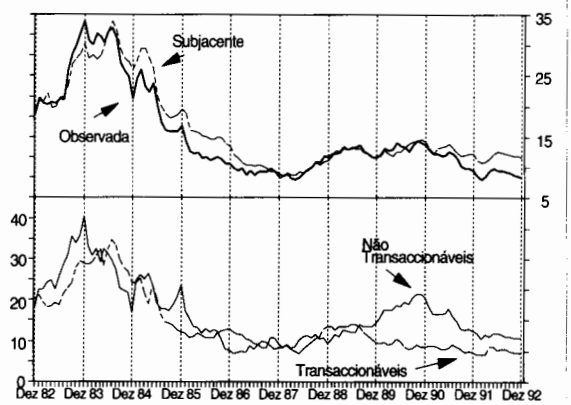
No prosseguimento duma política cambial não acomodatícia, a apreciação do escudo, em 3 por cento, em termos efectivos, a par do comportamento favorável dos preços externos de matérias-primas agrícolas, de produtos de base e do petróleo, pelo segundo ano consecutivo, teve um efeito muito favorável sobre a componente importada do crescimento dos preços (redução em 5.4 por cento do deflator dos bens importados). Esta evolução beneficiou directamente a desinflação dos transaccionáveis, mas a sua transmissão aos preços dos não transaccionáveis está a processar-se lentamente, quer pelo facto de estes últimos continuarem sujeitos a uma procura intensa, quer pelo facto de existirem elementos de rigidez – designadamente no mercado de trabalho – que dificultam a reafectação de recursos em resposta aos estímulos da procura.

Neste contexto, o diferencial entre os indicadores de inflação dos não transaccionáveis e dos transaccionáveis situava-se, no final do ano, em cerca de 4 pontos percentuais (quadro III.23). Note-se porém que este valor subestima o verdadeiro diferencial, em virtude do comportamento dos transaccionáveis traduzir sempre uma componente de serviços (margens comerciais, etc.), pois são avaliados no consumidor. Para além deste factor de ordem geral, há dois factores específicos, em 1992, que terão contribuído para que os indicadores utilizados subestimassem o diferencial de inflação entre transaccionáveis e não transaccionáveis: por um lado o efeito IVA (cujo impacto sobre os não transaccionáveis foi mais reduzido) e por outro a contenção dos preços dos energéticos (que estão incluídos nos não transaccionáveis por serem administrados). Estes dois factores devem também justificar, em larga medida, o estreitamento, ao longo do

Gráfico III.24

INDICADORES DE INFLAÇÃO

Taxas de variação homólogas mensais



Fonte: INE e Banco de Portugal.

ano, do diferencial entre os indicadores usados (gráfico III.24).

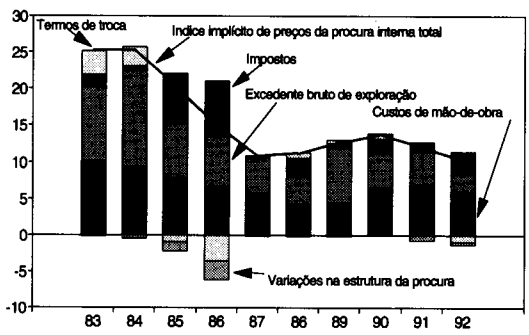
As diferenças de crescimento dos preços nos vários sectores da economia, como é o caso dos sectores dos transaccionáveis e dos não transaccionáveis, repercutem-se em variações nos preços relativos, particularmente notórias no período recente, o que torna preferível a utilização de vários índices-guia de tendências diferenciadas da inflação da economia. Em 1992, como ficou referido anteriormente, a evolução da inflação não foi homogénea em termos dos vários indicadores de inflação.

Contudo, não sendo simples separar as alterações ocorridas no nível médio de preços, das alterações verificadas nos preços relativos, torna-se difícil, especialmente quando a inflação é variável e imprevisível, a avaliação do seu comportamento tendencial. A divisão em bens e serviços[7] (como a caixa anexa documenta) torna particularmente relevante esta

(7) O indicador de inflação dos serviços será preferível ao dos não transaccionáveis, porque, embora este abranja também os sectores mais protegidos da concorrência externa, inclui os bens com preços administrados, entre os quais se salientam os produtos energéticos, que, não obstante a almofada fiscal, têm tido uma evolução de preços muito favorável no período recente, devido ao comportamento dos preços internacionais.

Gráfico III.25

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_v = 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

$$P_D = ULC\left\{\frac{W}{D}\right\} + UQ\left\{\frac{Q}{D}\right\} + VT\left\{\frac{T}{D}\right\} - \left\{P_E\left\{\frac{E}{D}\right\} - P_M\left\{\frac{M}{D}\right\}\right\} + R$$

dificuldade, ao evidenciar que, em Portugal, um sector está a ter um crescimento de preços sustentadamente diferente de outros (13 por cento no sector dos serviços, o mais representativo do nível de inflação dos factores internos, contra 7.5 por cento no sector dos bens, no conjunto do ano de 1992).

Tendo os factores externos voltado a influenciar favoravelmente a evolução da inflação em Portugal em 1992, pode pois concluir-se que o nível ainda elevado de crescimento dos preços esteve estreitamente ligado a factores internos, nomeadamente aos desenvolvimentos ocorridos no mercado de trabalho e às alterações fiscais.

De acordo com dados agregados, o abrandamento do crescimento dos salários nominais não terá impedido a continuação da pressão dos custos de trabalho sobre os preços internos, em relação à situação verificada no ano anterior (gráfico III.25). De facto, em 1992 a evolução salarial conjugou-se com acréscimos de produtividade reduzidos. Daqui resultaram custos de trabalho por unidade produzida superiores ao crescimento do deflator do PIB, em 1992, quando se considera o conjunto da economia, ou praticamente idênticos, quando se considera o sector privado, o que sugere a continuação duma contribuição elevada dos custos de trabalho (quadro III.25). No entanto, é de salientar que os custos não

Quadro III.25

CUSTOS E PREÇOS

	Deflator do PIB	Custos do trabalho unitários da economia[a]	Deflator do PIB privado	Custos do trabalho[b] unitários do sector privado
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	11.0
1991	13.6	18.8	12.4	16.0
1992	12.4	13.7	11.7	11.9

Fonte: INE, Contas Nacionais 1983-88; Banco de Portugal 1989-92.

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.

salariais das empresas terão registado uma evolução muito favorável em 1992, a julgar pelo decréscimo verificado nos preços de importação de produtos intermédios (-7.7 por cento) e pela redução marginal dos preços dos produtos do petróleo no utilizador (-0.4 por cento).

Das medidas administrativas com efeito directo sobre os preços em 1992, salientou-se a alteração das taxas do IVA. Estima-se que as alterações das taxas do IVA, decorrentes da harmonização fiscal, teriam implicado um aumento de cerca de 2 pontos percentuais na taxa de variação média do IPC em 1992, no caso de repercussão integral nos preços. A tributação indirecta líquida, em 1992, não correspondeu, no entanto, apenas a uma alteração do nível do índice. Além do efeito inflacionista futuro via salários, em virtude de as negociações salariais se pautarem pela inflação observada um ano antes, há a almofada fiscal que impediu que o nível de preços internos reflectisse totalmente o andamento favorável dos preços externos. Repare-se que o preço das importações de petróleo bruto decresceu 14 por cento, enquanto a informação relativa aos preços de venda ao público dos produtos petrolíferos aponta para uma redução muito pequena (quadro III.26). Assim, a descida dos preços de importação não deve ter sido repercutida integralmente nos preços no utilizador, tendo o diferencial sido apropriado pelo Estado através do imposto sobre produtos petrolíferos.

Quanto ao comportamento dos preços administrados[8], a sua evolução, em 1992, foi razoavelmente neutra em relação à evolução do índice global (crescimento médio de 8.6 por cento contra 8.9 por cento do IPC), merecendo destaque, uma vez mais, a redução marginal do preço médio anual dos combustíveis. Esta evolução dos administrados marcou alguma diferença em relação à do ano anterior, em que, com o mesmo cabaz (que representa actualmente 13 por cento do IPC sem rendas), os

(8) Entende-se por bens com preços administrados os bens sujeitos ao regime de preços máximos ou similares.

Quadro III.26

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS PRODUTOS DO PETRÓLEO

Taxas de variação média anual, em percentagem

	Preço das importações de petróleo bruto	Preços nos utilizadores				
		Gasolina	Gasóleo	*Fuel*	Média ponderada	Preço relativo[a]
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	-13.7	7.2	11.7	-9.4	4.5	-6.2
1992	-14.2	-0.4	-0.5	-0.2	-0.4	-9.0

Nota:
(a) Face ao IPC.

preços administrados tinham crescido cerca de 2 pontos percentuais acima do índice global. Relativamente aos serviços de abastecimento público[9], o seu nível de inflação foi da ordem dos 10.5 por cento, revelando-se assim superior ao dos administrados, não obstante a maioria serem ainda controlados.

Além da evolução favorável do preço de importação do petróleo, que constituiu o principal factor responsável pela melhoria global dos termos de troca em 1992, é também de salientar que a queda dos preços de importação dos agro-alimentares, a par do efeito de substituição de oferta interna por externa, bem como do aumento de competitividade de algumas empresas estrangeiras para conseguirem entrar no mercado português (efeitos que poderão ser relativamente temporários), tiveram um reflexo muito positivo nos preços finais dos alimentares, tendo dado um forte contributo desinflacionista em 1992. Com efei-

(9) Engloba os serviços produzidos em Portugal por empresas de utilidade pública em regime de monopólio (água, electricidade, correios e telefones), e ainda o gás, os transportes públicos e a saúde pública.

Quadro III.27

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação homólogas em Dezembro

	1989	1990	1991	1992
Alimentação e bebidas	12.2	12.6	7.4	5.8
Vestuário e calçado	9.3	10.8	12.1	9.4
Conforto de habitação	12.0	14.3	8.5	9.1
Saúde	8.3	15.6	13.4	16.5
Transportes e comunicações	12.5	22.1	13.6	10.7
Ensino, cultura e distracção	8.4	10.3	9.3	9.8
Tabaco e despesas do fumador	15.6	16.0	14.7	22.8
Outros bens e serviços	12.5	9.4	11.7	9.2
TOTAL, sem rendas de casa	11.6	13.7	9.6	8.4

Fonte: INE, 1989 a 1991 IPC com base em 1983; 1992 IPC com base em 1991.

Quadro III.28

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR

Taxas de variação média

	1989	1990	1991	1992
Alimentação e bebidas	14.4	13.6	9.9	7.1
Vestuário e calçado	10.5	9.5	11.9	11.9
Conforto de habitação	11.8	11.9	12.1	9.6
Saúde	12.0	12.7	14.2	15.5
Transportes e comunicações	11.8	19.7	14.4	9.7
Ensino, cultura e distracção	7.5	10.0	9.4	9.5
Tabaco e despesas do fumador	11.7	11.8	19.2	19.1
Outros bens e serviços	11.6	11.3	10.9	8.6
TOTAL, sem rendas de casa	12.6	13.4	11.4	8.9
Rendas de casa	14.1	17.7	22.1	15.7
TOTAL	12.7	13.6	12.0	9.5

Fonte: INE, 1989 a 1991 IPC com base em 1983; 1992 IPC com base em 1991.

to, a análise por classes revela que a maior contribuição para a redução homóloga do novo índice (total sem habitação), em relação ao seu valor no final de 1991, foi dada precisamente pela classe "alimentação e bebidas" (0.5 pontos percentuais, embora a maioria das alterações das taxas do IVA se tenha concentrado nestes dois grupos). Esta classe marcou também a evolução intra-anual do índice global, em particular a desaceleração registada no segundo semestre, tendo sido a única a apresentar, em Dezembro, uma taxa de variação homóloga (5.8 por cento) inferior à do total (quadro III.27). Merece, contudo, destaque o comportamento dos preços do "vestuário e calçado" no último trimestre de 1992, ao desacelerarem de 12.1 para 9.4 por cento, entre Setembro e Dezembro, em termos de taxa de variação homóloga, o que deve também estar relacionado, em parte, com a quebra dos preços de importação destes bens. De qualquer forma, o facto de os preços internos do vestuário e calçado terem continuado a crescer em 1992 a um ritmo bastante superior aos das exportações destes bens sugere que continua a existir uma certa possibilidade de discriminação entre os mercados interno e externo. A maioria das outras classes continuou a registar um nível de inflação, homólogo e médio, elevado em Dezembro de 1992, idêntico ou superior ao observado em igual período de 1991 (quadros III.27 e III.28).

INFLAÇÃO DOS SERVIÇOS

Os diferentes sectores da economia experimentam diferentes taxas de crescimento dos preços e tais diferenças repercutem-se em variações nos preços relativos. A dificuldade de separar as alterações ocorridas no nível médio de preços, das alterações verificadas nos preços relativos, especialmente quando a inflação é variável e imprevisível, assume particular relevância se um sector está a ter crescimento de preços sustentadamente diferente de outros, como parece estar a acontecer, hoje, em Portugal.

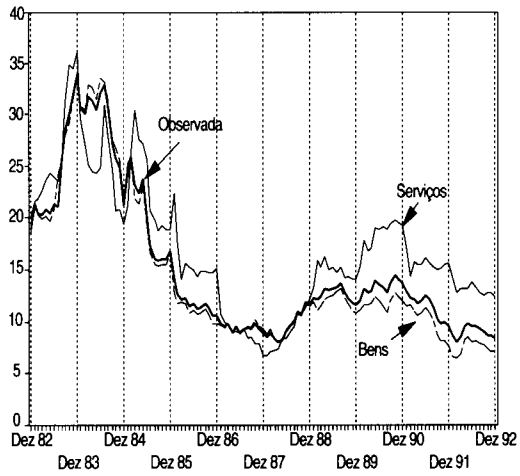
As diferenças das taxas de inflação que se verificam entre os sectores da economia reflectem diversos factores, nomeadamente, os choques tecnológicos, o comportamento diferenciado da procura e o grau de concorrência relativo. A divisão entre bens e serviços permite examinar o grau em que as forças competitivas, especialmente as do exterior, têm afectado a taxa de inflação. Para obter uma medida de inflação dos serviços tomou-se como base o Índice de Preços no Consumidor (IPC) divulgado pelo INE, concluindo-se que no passado recente os preços dos serviços têm manifestado tendências inflacionárias superiores às dos outros bens. Poderia também ter-se utilizado, com vantagem em relação ao grau de representatividade, o deflator do PIB sectorial dos serviços, mas os dados da Contabilidade Nacional, além de serem anuais, são publicados com atraso, o que dificulta a sua aplicação.

A evolução do indicador de inflação dos serviços pode observar-se no gráfico 1 em conjunto com o andamento do IPC sem habitação e o dos bens. Até ao final de 1988 as posições relativas dos dois grupos (serviços e bens) alternaram diversas vezes, tendo-se verificado, nos anos de 1985 e 1986, taxas de variação homólogas do índice de preços dos serviços (IPCS) superiores às do índice de preços dos bens (IPCB). Desde 1989 a taxa de inflação homóloga do IPCS situou-se sempre acima da taxa de inflação homóloga do IPCB, aumentando significativamente o diferencial entre as duas medidas no início de 1990. Ao longo de 1992 os indicadores dos preços dos serviços e dos bens evidenciaram tendências relativamente estáveis, pelo que o diferencial entre as respectivas inflações homólogas se manteve praticamente inalterado, mas ainda bastante elevado. Em média anual, é de salientar que, para um nível semelhante de crescimento do IPC sem habitação, o indicador da inflação do serviços situou-se, em 1992, muito acima do dos bens, contrariamente ao verificado nos anos de 1987 e 1988, o que sugere a existência de pressões inflacionistas internas muito mais fortes no período recente (quadro 1).

Gráfico 1

INFLAÇÃO DOS SERVIÇOS E DOS BENS

Taxas de variação homólogas mensais



Fonte: INE e Banco de Portugal.

A evolução da inflação dos serviços e a dicotomia que se observa, actualmente, entre o nível de inflação do sector dos serviços e o dos bens, situação que é comum a muitos outros países, tem várias razões explicativas. Do lado da oferta, a menor possibilidade de substituir pessoas por máquinas torna mais difícil aumentar a produtividade no sector dos serviços. O crescimento da produtividade tende, assim, a ser mais lento nos serviços. Os salários, contudo, sobem, aproximadamente, ao mesmo ritmo em ambos os sectores, do que resulta um aumento do preço relativo da produção do sector que utiliza mais intensamente o factor trabalho, isto é, os serviços. Mais genericamente, o aumento do rácio capital-trabalho na economia, como está a ocorrer em Portugal, eleva o preço relativo do factor trabalho e, consequentemente, da produção do sector que utiliza mais intensamente este factor. Refira-se ainda, relativamente aos "inputs" utilizados (quadro 1), que a evolução muito favorável dos custos não salariais (energéticos e intermédios) das empre-

Quadro 1

INDICADORES DE INFLAÇÃO E DE CUSTOS

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflação observada[a]	11.7	9.4	9.7	12.6	13.4	11.4	8.9
IPC serviços[b]	15.7	8.8	9.1	14.8	18.5	15.6	13.0
IPC bens[b]	11.1	9.5	9.9	12.0	11.8	10.0	7.5
Deflator do PIB[c]	20.5	11.3	11.5	13.3	14.5	13.6	12.4
Custos dos *inputs*:							
Remunerações base mensais[d]	19.1	14.4	10.2	12.8	15.7	18.8	12.5
Remunerações do trabalho[c]	18.2	16.2	9.8	12.6	17.3	17.9	14.4
Salários privados	15.8	14.6	8.1	12.1	14.1	15.3	12.8
Inputs não salariais[e]	-2.5	3.4	10.6	7.6	0.2	-0.8	-6.3

Fonte:
(a) INE, 1986 e 1987 IPC com base em 1976; 1988 a 1991 IPC com base em 1988; 1992 IPC com base em 1991.
(b) IPC do INE e cálculos do Banco de Portugal.
(c) Contas Nacionais. INE, 1986-1988; Banco de Portugal, 1989-1992.
(d) Inquérito aos Ganhos do Ministério do Emprego e da Segurança Social.
(e) Média ponderada (com base na estrutura das Contas Nacionais) dos preços no utilizador dos energéticos e dos preços de importação de bens intermédios.

sas a partir de 1990, se repercutiu em muito menor escala nos preços dos serviços, que utilizam menos estes "inputs".

O tipo de estrutura de mercado é também um factor explicativo de um nível de inflação mais elevado no sector dos serviços. Com efeito, o menor grau de concorrência deste sector e, em particular, a sua menor exposição à competição internacional, num contexto de crescente integração de mercados, cria a possibilidade de uma maior transmissão dos custos aos respectivos preços e implica que o impacto desinflacionista da política cambial seja muito mais lento nos serviços.

Quanto aos factores do lado da procura, salienta-se a intensificação relativa da procura dirigida aos serviços, induzida pela sua maior elasticidade ao rendimento disponível dos consumidores, que registou uma forte expansão nos últimos anos, bem como pelo aumento das transferências da CE e das despesas públicas. Este factor ganha um peso adicional se se conjugar com elementos de rigidez, designadamente no mercado de trabalho, que impeçam uma rápida reafectação dos recursos produtivos em resposta aos estímulos da procura.

Os indicadores disponíveis, bem como a comparação com experiências históricas de outros países, apontam no sentido de a pressão relativa da procura e a lentidão de reafectação do trabalho constituírem presentemente os principais factores explicativos da elevada inflação dos serviços em Portugal. Neste sentido, a prossecução do processo desinflacionista requer não só a manutenção duma política cambial não acomodatícia, que garanta a convergência completa da inflação dos transaccionáveis, como também progressos na consolidação fiscal, e poderá ser estimulado por medidas estruturais de flexibilização do mercado de trabalho.

Capítulo IV

BALANÇA DE PAGAMENTOS

1. Introdução

Em 1992, a balança de transacções correntes (BTC) apresentou-se virtualmente equilibrada, com um défice de 0.3 por cento do PIB, o que corresponde a uma redução relativamente ao défice verificado em 1991, de cerca de 1.0 por cento. Esta redução ficou a dever-se, basicamente, ao comportamento das transferências públicas e dos rendimentos de capitais, que mais do que compensaram o alargamento do défice da balança de bens e serviços (quadro IV.1).

O défice da balança comercial, em 1992, manteve-se praticamente inalterado em percentagem do PIB (11.3 face a 11.4 por cento do PIB em 1991). Em valor absoluto o défice comercial agravou-se, reflectindo uma maior taxa de crescimento, em volume, das importações face às exportações, que a evolução favorável das razões de troca terá compensado apenas parcialmente, como se pode verificar pelo quadro IV.2.

A análise da balança de capitais, para o ano de 1992, deve ser feita à luz da sua evolução intra-anual dado que a maioria das suas rubricas apresentou uma cadência irregular ao longo do ano.

No conjunto do ano a balança de capitais apresentou-se ligeiramente excedentária, representando 0.4 por cento do PIB[1], muito aquém do volumoso *superavit* observado em 1991 (9.7 por cento do PIB) (quadro IV.1). Para esta evolução contribuíram basicamente os capitais autónomos (-0.1 por cento do PIB contra 11.5 por cento em 1991) reflectindo o efeito conjugado de redução dos capitais estáveis[2] (1.5 por cento do PIB, em 1992, que compara com 2.9 por cento no ano anterior) bem como, sobretudo, dos capitais voláteis[3], cujo peso em percentagem do PIB passou de 8.6, em 1991, para -1.5 no ano em análise. A dívida organizada, por seu turno, apresentou, em 1992, um saldo positivo, cujo peso em percentagem do PIB foi de 0.4 por cento (-1.8 por cento em 1991).

A balança fundamental[4] continuou a registar um saldo positivo (1.2 por cento do PIB), no entanto inferior ao verificado nos últimos dois anos (3.8 e 1.9 por cento do PIB em 1990 e 1991, respectivamente). Com efeito, apesar de se ter registado um saldo praticamente nulo na balança de transacções correntes (-0.3 por cento do PIB) as entradas líquidas de capitais prove-

(1) Dada a evolução do dólar ao longo do ano, a balança de capitais apresentou-se marginalmente negativa em 1992, quando avaliada nessa divisa, e ligeiramente positiva, quando avaliada em escudos. Este facto resulta de a cotação média do dólar nas saídas de capitais ter sido inferior à cotação média nas entradas, devido ao diferente momento do tempo em que ocorreram (em particular, as saídas concentraram-se em Setembro, quando a cotação do dólar estava particularmente baixa).

(2) Incluem as operações de investimento directo e de investimento em imóveis.

(3) Incluem os fluxos de dívida não organizada, as operações sobre títulos, as outras operações de médio e longo prazos (créditos comerciais, empréstimos financeiros e outras disponibilidades), a variação da posição externa de curto prazo das OIM e as outras operações de curto prazo (incluindo erros e omissões).

(4) Inclui a balança de transacções correntes e os capitais estáveis.

Quadro IV.1

EVOLUÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

	Milhões de contos			Milhões de dólares			Milhões de ECU			Em % do PIB		
	1990	1991	1992P	1990	1991	1992P	1990	1991	1992P	1990	1991	1992E
Balança de transacções correntes	-26.2	-95.8	-28.8	-181	-742	-156	-156	-520	-166	-0.3	-1.0	-0.3
Bens e Serviços	-774.0	-974.4	-1165.6	-5448	-6786	-8585	-4272	-5439	-6676	-9.0	-9.8	-10.3
Importações	3866.3	4125.1	4389.0	27209	28595	32560	21314	23071	25157	45.2	41.5	38.7
Exportações	3092.3	3150.7	3223.4	21761	21809	23975	17042	17632	18481	36.1	31.7	28.4
Taxa de cobertura (%)	80.0	76.4	73.4	80.0	76.6	73.4	80.0	76.6	73.4			
Mercadorias (fob)	-967.7	-1134.2	-1285.1	-6828	-7855	-9508	-5333	-6335	-7360	-11.3	-11.4	-11.3
Importações	3287.2	3472.7	3737.2	23129	24078	27714	18119	19417	21419	38.4	34.9	32.9
Exportações	2319.5	2338.5	2452.1	16301	16223	18206	12786	13082	14059	27.1	23.5	21.6
Serviços	193.7	159.8	119.5	1380	1069	923	1061	896	684	2.3	1.6	1.1
Turismo	380.2	391.5	340.8	2688	2686	2559	2091	2194	1955	4.4	3.9	3.0
Transportes	-126.4	-147.0	-150.4	-889	-1023	-1110	-699	-825	-862	-1.5	-1.5	-1.3
Outros	-60.2	-84.7	-70.8	-419	-594	-526	-331	-473	-409	-0.7	-0.9	-0.6
Rendimentos de Capitais	-34.1	10.8	81.7	-233	82	607	-190	59	466	-0.4	0.1	0.7
Transferências unilaterais	781.9	867.8	1055.1	5500	5962	7822	4306	4860	6044	9.1	8.7	9.3
Privadas	638.3	666.2	643.0	4506	4590	4800	3513	3727	3687	7.5	6.7	5.7
das quais:												
Remessas de emigrantes	603.7	655.1	623.3	4262	4516	4653	3324	3666	3574	7.1	6.6	5.5
Públicas	143.6	201.7	412.0	994	1372	3022	793	1133	2357	1.7	2.0	3.6
Balança de capitais	544.6	963.3	42.3	3688	6532	-46	3032	5409	253	6.4	9.7	0.4
Dívida organizada[a]	-160.8	-178.6	48.3	-1180	-1299	371	-891	-992	271	-1.9	-1.8	0.4
Créditos externos recebidos m/p	-121.4	-158.7	23.6	-891	-1147	153	-677	-883	131	-1.4	-1.6	0.2
Créditos externos recebidos c/p	-39.5	-19.9	24.7	-289	-152	218	-214	-109	140	-0.5	-0.2	0.2
Capitais autónomos	705.4	1141.9	-6.0	4868	7831	-417	3923	6401	-18	8.2	11.5	-0.1
Capitais estáveis[b]	347.5	285.4	165.3	2449	1989	1186	1658	1978	1481	4.1	2.9	1.5
Investimento directo estrangeiro	321.4	331.1	253.8	2264	2285	1849	1441	1851	1457	3.8	3.3	2.2
Investimento directo no exterior	-23.6	-68.4	-92.3	-162	-455	-696	-132	-382	-515	-0.3	-0.7	-0.8
Investimento estrangeiro em imóveis	49.7	22.7	4.2	374	159	36	217	127	24	0.6	0.2	0.0
Investimento português em imóveis	0	0	-0.4	0	0	-3	0	-1	-11	0.0	0.0	0.0
Capitais voláteis[c]	357.9	856.5	-171.3	2419	5842	-1603	2265	4423	-1499	4.2	8.6	-1.5
Dívida não organizada	31.1	104.6	153.6	179	719	1148	133	588	888	0.4	1.1	1.4
Créditos externos recebidos de m/p	72.9	101.8	121.3	490	704	897	362	570	695	0.9	1.0	1.1
Créditos externos recebidos de c/p	-41.9	2.7	32.3	-311	15	251	-229	18	193	-0.5	0.0	0.3
Operações sobre títulos nacionais	243.3	380.5	-308.2	1748	2600	-2464	1338	2125	-1752	2.8	3.8	-2.7
Operações sobre títulos estrangeiros	-0.6	2.1	-50.3	0	17	-387	-3	-12	-281	0.0	0.0	-0.4
Outras operações de médio e longo prazos[d]	-30.6	-23.7	-34.2	-217	-163	-259	-280	-507	-1013	0.0	-0.2	-0.3
Outras operações de curto prazo (inclui erros e omissões)	161.4	279.7	138.0	1155	1898	894	1317	1567	773	1.9	2.8	1.2
Variação da posição externa de c/p das OIM[e]	-46.7	113.3	-70.2	-446	771	-535	-243	650	-395	-0.5	1.1	-0.6
Disponibilidades	-242.1	-174.6	-271.6	-1727	-1211	-2079	-1329	-970	-1566	-2.8	-1.8	-2.4
Responsabilidades	195.4	288.0	201.5	1281	1982	1544	1086	1620	1171	2.3	2.9	1.8
Variação das reservas oficiais líquidas	-518.4	-867.6	-13.4	-3502	-5776	199	-2870	-4889	-83	-6.1	-8.7	-0.1
Disponibilidades	-522.0	-855.5	-14.3	-3528	-5689	189	-2886	-4822	-87	-6.1	-8.6	-0.1
Responsabilidades	3.6	-12.1	0.9	26	-87	10	16	-67	4	0.0	-0.1	0.0
Por memória:												
Balança fundamental (BTC + capitais estáveis)	321.3	189.6	136.5	2268	1247	1030	1222	951	302	3.8	1.9	1.2

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) Operações de investimento directo e de investimento em imóveis.

(c) Dívida não organizada, operações sobre títulos, outras operações de médio e longo prazos, outras operações de curto prazo (incluindo erros e omissões) e variação da posição externa de curto prazo das OIM.

(d) Inclui os empréstimos financeiros, os créditos comerciais e as outras disponibilidades não incluídas nas rubricas anteriores.

(e) Um sinal negativo (positivo) corresponde, a um aumento líquido (diminuição líquida) de disponibilidades ou a uma diminuição líquida (aumento líquido) de responsabilidades.

Quadro IV.2

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA COMERCIAL

Milhões de contos

	Efeito preço			Efeito termos de troca			Efeito volume			Variação total		
	Exp.	Imp.	Balança comercial	Exp.	Imp.	Balança comercial	Exp.	Imp.	Balança comercial	Exp.	Imp.	Balança comercial
1989	112.2	169.1	-56.9	-13.6	14.9	-28.5	338.4	227.0	111.4	437.0	411.0	26.0
1990	68.9	95.3	-26.4	1.2	-1.1	2.3	247.1	403.2	-156.1	317.2	497.4	-180.2
1991	-15.3	-21.5	6.2	8.3	-7.9	16.2	26.0	234.9	-208.9	19.0	205.5	-186.5
1992	-96.9	-143.9	47.0	45.5	-43.6	89.1	165.0	452.0	-287.0	113.6	264.5	-150.9

Nota: A variação do saldo da balança comercial, entre dois períodos, é decomposta numa variação devida à alteração de preços (preços de exportação e importação) e numa variação devida à variação das quantidades (efeito volume). No entanto, como as variações de preço das exportações e importações não são uniformes, implicando alterações dos preços relativos, o efeito devido à variação dos preços é ainda decomposto em dois efeitos: um relacionado com modificações do "nível geral de preços" (efeito preço) e um outro relativo à alteração da sua estrutura. Esta componente é o efeito termos de troca, isto é, o aumento ou redução do poder de compra das receitas obtidas com o mesmo volume de exportação.

Definindo:

$M^{t}_{(t)}$ – valor das importações no ano t a preços correntes

$X^{t}_{(t)}$ – valor das exportações no ano t a preços correntes

$M^{t}_{(t-1)}$ – valor das importações no ano t a preços de (t-1)

$X^{t}_{(t-1)}$ – valor das exportações no ano t a preços de (t-1)

p^{t}_{x} – taxa de crescimento dos preços de exportação no ano t

p^{t}_{m} – taxa de crescimento dos preços de importação no ano t

$\bar{p}\,t$ – taxa de crescimento média dos preços do comércio externo no ano t, definida como:

$$\bar{p}^{\,t} = (1+p^{t}_{x})^{\frac{X^{t}}{X^{t}+M^{t}}} \cdot (1+p^{t}_{m})^{\frac{M^{t}}{X^{t}+M^{t}}}$$

V^{t}_{m} – taxa de crescimento das importações em volume no ano t

V^{t}_{x} – taxa de crescimento das exportações em volume no ano t

A variação da balança comercial entre o ano (t-1) e t é, então, decomposta em três componentes:

Efeito Preço:

$$PE_{(t)} = X^{t-1}_{(t-1)} \cdot \bar{p}^{\,t} - M^{t-1}_{(t-1)} \cdot \bar{p}^{\,t}$$

Efeito Termos de Troca:

$$TE_{(t)} = X^{t-1}_{(t-1)} \cdot (p^{t}_{x} - \bar{p}^{\,t}) - M^{t-1}_{(t-1)} \cdot (p^{t}_{m} - \bar{p}^{\,t})$$

Efeito Volume:

$$VE_{(t)} = X^{t-1}_{(t-1)} \cdot V^{t}_{x} \cdot (1 + p^{t}_{x}) - M^{t-1}_{(t-1)} \cdot V^{t}_{m} \cdot (1 + p^{t}_{m})$$

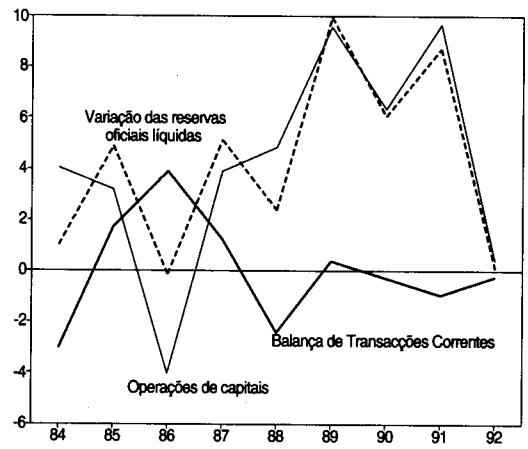
nientes do investimento directo estrangeiro, durante o ano em análise (2.2 por cento do PIB), efectuaram-se em menor escala do que no ano anterior (3.3 por cento do PIB), constituindo o principal factor de redução do saldo daquela balança. Note-se, no entanto, que os valores do investimento directo para 1992 se referem a uma primeira versão a qual está habitualmente subavaliada.

Para a redução do saldo dos capitais estáveis e da balança fundamental concorreu também o aumento verificado no investimento di-

Gráfico IV.1

BALANÇA DE PAGAMENTOS

Principais rubricas em percentagem do PIB



recto de Portugal no exterior (0.8 por cento do PIB).

A variação das reservas oficiais líquidas no conjunto do ano foi virtualmente nula.

A análise intra-anual da balança de capitais permite evidenciar dois períodos totalmente distintos em 1992: o primeiro, de Janeiro a Agosto, constituiu um prolongamento da situação que vinha dos anos anteriores, e o segundo, de Setembro em diante, foi marcado por uma elevada instabilidade, associada à turbulência geral nos mercados cambiais.

No primeiro período, até Agosto de 1992, continuaram a registar-se volumosas entradas líquidas de capital, atingindo cerca de 4700 milhões de dólares. Deste total salientam-se, por um lado, as operações associadas aos capitais voláteis, com destaque para os fluxos de dívida não organizada (1871 milhões de dólares) e para as operações sobre títulos nacionais (718 milhões de dólares) e, por outro, a evolução dos capitais estáveis, onde o investimento estrangeiro em Portugal registou a parcela mais significativa (1704 milhões de dólares).

Reflectindo basicamente estas entradas de capital, continuou a verificar-se neste período uma forte acumulação de reservas oficiais junto da Autoridade Monetária (5349 milhões de dólares). Refira-se, no entanto, que, nos meses subsequentes à adesão do escudo ao MTC do SME, em 6 de Abril de 1992, se reduziram as intervenções do Banco de Portugal no mercado cambial, verificando-se uma menor acumulação de reservas oficiais.

Em meados de Agosto, com o anúncio da liberalização dos movimentos de capitais, assistiu-se a uma forte descida das taxas de juro nominais, o que, juntamente com uma situação de instabilidade nos mercados internacionais, conduziu a saídas de capitais do país induzindo pressões descendentes sobre o escudo. Este facto levou o Banco de Portugal a proceder a intervenções significativas com o objectivo de defender a moeda nacional. Em Setembro, com o despoletar da crise cambial do SME, registou-se uma massiça saída líquida de capitais, maioritariamente explicada pelas elevadas vendas de títulos nacionais por não residentes, em particular por sucursais e filiais externas de bancos residentes, sobretudo das que fazem parte do *off-shore* da Madeira. Neste mês, os capitais voláteis registaram um fluxo negativo de cerca de 3556 milhões de dólares; as saídas líquidas continuaram nos dois meses seguintes, embora de forma cada vez mais atenuada. Também os capitais estáveis inflectiram claramente a sua evolução na parte final do ano, reflectindo sobretudo a situação de recessão económica ao nível internacional, tendo sido o investimento directo estrangeiro a componente mais afectada (apenas 145 milhões de dólares no período de Setembro a Dezembro de 1992).

As saídas líquidas de capitais levaram o Banco de Portugal a intervir, comprando escudos com o objectivo de manter a estabilidade da moeda nacional, e reduzindo assim as suas reservas em moeda estrangeira. Deste modo, as reservas oficiais líquidas reduziram-se 6085 milhões de dólares de Setembro a Novembro. No mês de Dezembro, após o estabilizar da situação nos mercados cambiais, a balança de capitais tornou-se já ligeiramente excedentária, donde resultou uma acumulação de reservas oficiais no montante de 537 milhões de dólares.

2. Balança de transacções correntes

2.1 Balança comercial

2.1.1 Distribuição sectorial do comércio externo

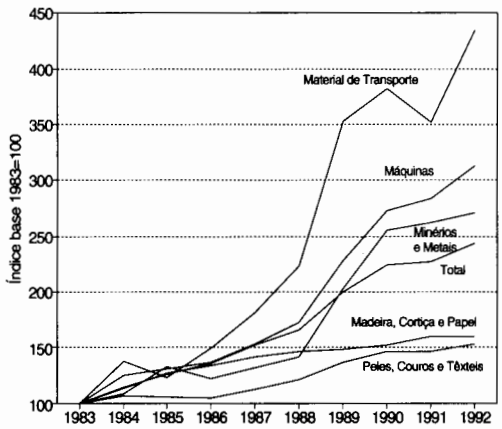
Em 1992, as exportações portuguesas de mercadorias cresceram 7.2 por cento, em termos reais, o que representa uma clara aceleração face a 1991 (1.1 por cento), tendo a generalidade dos grupos de produtos exportados reflectido este padrão de comportamento. É de destacar o comportamento dos "energéticos", "material de transporte" e "máquinas", que registaram crescimentos em volume significativamente acima da média (quadro IV.3). No caso dos produtos energéticos e do material de transporte, o significativo aumento verificado em 1992 deve ser analisado, tomando em consideração as quebras das quantidades exportadas verificadas no ano anterior, associadas a choques de natureza temporária. Excluindo estes dois grupos de produtos do total exportado, o crescimento em volume teria sido de 5.0 por cento.

A evolução recente dos diferentes grupos de produtos exportados enquadra-se na tendência observada nos últimos anos. Embora alguns dos sectores ditos tradicionais continuem a exibir razoável crescimento, principalmente o de "vestuário e calçado", tem-se verificado que os produtos incluídos em "material de transporte", "máquinas" e "minérios e metais" têm, em média, crescido a taxas superiores às de produtos como "peles, couros e têxteis" e "madeira, cortiça e papel", apontando para um reforço do peso dos sectores mais modernos na estrutura das exportações portuguesas (gráfico IV.2). Este fenómeno não pode ser dissociado dos grandes influxos de investimento directo estrangeiro, geralmente destinados a aumentar a oferta nacional para mercados de exportação, de que têm sido beneficiários alguns desses sectores nos últimos anos. Se tomarmos o investimento directo estrangeiro autorizado como *proxy* do investimento realizado (atente-se na possibilidade de não vir a ser integralmente realizado e ao desfasamento temporal com que a realização pode ocorrer) verifica-se que, nos últimos

Gráfico IV.2

EXPORTAÇÕES DE MERCADORIAS

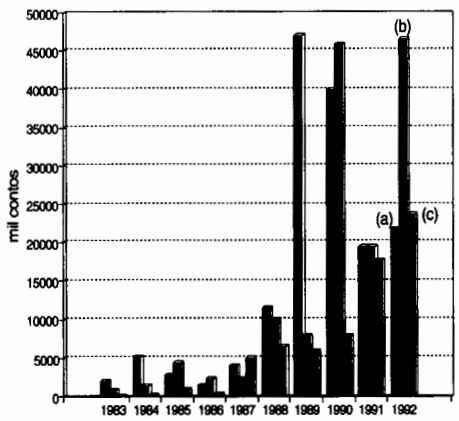
Índices de volume



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

Gráfico IV.3

INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO AUTORIZADO



Fonte: Instituto do Comércio Externo Português.

Notas:

(a) Fabricação de produtos metálicos e de máquinas, equipamento e material de transporte.

(b) Indústrias químicas dos derivados do petróleo e do carvão e dos produtos de borracha e plástico.

(c) Indústrias de minerais não metálicos, com excepção dos derivados do petróleo e carvão.

Quadro IV.3

EXPORTAÇÕES – ÍNDICES DE VOLUME/PREÇO

Em percentagem

	Pesos (%) 1991	Taxas de variação homólogas 1989	1990	1991	1992P	1992P I	II	III	IV
ÍNDICES DE VOLUME									
TOTAL	100.0	19.9	12.0	1.1	7.2	12.4	0.3	15.9	0.0
Por grupos de produtos:									
Agro-Alimentares	8.1	4.2	5.8	8.7	6.2	9.1	13.1	16.4	-9.8
Energéticos	2.6	39.9	10.3	-21.4	34.8	55.0	35.0	94.9	-12.7
Químicos	5.8	13.1	13.2	-4.7	7.9	7.0	0.0	22.8	3.0
Madeira, cortiça e papel	11.4	1.6	2.9	4.7	0.6	6.8	-0.9	5.6	-8.5
Peles, couro e têxteis	8.8	11.5	7.2	-0.1	5.2	5.8	0.2	14.5	2.5
Vestuário e calçado	30.4	20.8	11.7	1.6	4.1	4.9	-3.7	10.2	6.5
Minérios e metais	6.2	42.3	25.9	2.9	3.0	19.0	-1.5	3.5	-4.9
Máquinas	13.2	31.1	19.6	4.0	10.2	18.1	6.1	16.0	1.7
Material de transporte	6.5	56.2	8.3	-7.9	23.3	44.1	-12.2	64.6	-2.1
Produtos acabados diversos	7.0	18.2	24.5	5.5	4.1	10.4	-1.6	4.9	5.4
Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos	89.3	20.6	12.6	1.4	6.2	11.0	-1.5	14.0	1.7
ÍNDICES DE PREÇOS									
TOTAL	100.0	6.3	3.5	-0.3	-2.2	-1.3	-1.1	-3.0	-2.8
Por grupos de produtos:									
Agro-Alimentares	8.1	12.6	4.5	2.5	-5.5	0.4	-4.2	-7.1	-8.8
Energéticos	2.6	6.0	12.2	-3.7	-17.7	-31.9	-14.2	-12.0	-7.9
Químicos	5.8	6.9	-2.0	-3.5	-10.6	-11.7	-7.1	-11.7	-11.1
Madeira, cortiça e papel	11.4	19.2	-1.7	-10.4	-2.6	-2.5	-0.5	-2.2	-5.1
Peles, couro e têxteis	8.8	1.5	2.5	1.3	-2.4	-0.6	-3.0	-4.0	-2.9
Vestuário e calçado	30.4	2.2	8.6	3.4	0.8	1.7	1.7	-1.2	-0.6
Minérios e metais	6.2	8.0	-6.0	-7.0	-4.6	-3.3	-5.3	-1.9	-5.3
Máquinas	13.2	6.2	4.7	-0.4	-0.7	0.3	-1.0	-2.5	-0.9
Material de transporte	6.5	2.1	1.3	3.4	1.3	7.3	2.2	1.0	5.6
Produtos acabados diversos	7.0	4.1	3.7	4.4	0.9	3.2	3.0	0.6	3.4
Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos	89.3	5.9	3.1	-0.5	-1.2	0.2	-0.5	-2.1	-2.2

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

anos, o investimento directo estrangeiro no sector secundário tem tido uma expansão particularmente relevante nas indústrias de fabricação de produtos metálicos, máquinas, equipamentos e material de transporte, nas indústrias de produtos minerais não metálicos e na indústria química (gráfico IV.3). Nos próximos anos, atendendo aos grandes investimentos estrangeiros já negociados e que tendem a privilegiar a produção para mercados externos, a alteração estrutural das exportações portuguesas deve acentuar-se significativamente.

Também as importações de mercadorias registaram uma aceleração em 1992, passando de uma taxa de crescimento de 7.1 para 13.5 por cento (quadro IV.4). Numa análise por

Quadro IV.4

IMPORTAÇÕES – ÍNDICES DE VOLUME/PREÇO

Em percentagem

	Pesos (%) 1991	Taxas de variação homólogas 1989	1990	1991	1992P	1992P I	II	III	IV
ÍNDICES DE VOLUME									
TOTAL	100.0	8.4	15.6	7.1	13.5	13.8	5.1	22.1	11.9
Por grupos de produtos:									
Agro-Alimentares	13.3	2.7	15.7	9.9	9.6	6.4	-3.3	25.4	14.8
Energéticos	9.0	22.0	6.6	-2.8	12.3	7.5	57.9	11.1	-12.3
Químicos	11.3	6.3	19.3	9.2	14.1	14.0	4.7	25.8	14.0
Peles, madeira, cortiça e papel	5.4	2.3	22.4	11.9	14.9	12.0	0.6	28.9	22.3
Têxteis, vestuário e calçado	11.0	13.7	21.0	10.3	15.6	17.8	4.5	29.8	10.8
Minérios e metais	8.0	9.7	11.8	14.7	9.8	9.2	-1.1	18.7	17.1
Máquinas	22.6	10.6	16.3	4.9	7.9	4.4	-2.5	12.1	9.6
Material de transporte	13.7	1.3	11.4	1.5	25.1	38.7	9.7	33.3	21.3
Produtos acabados diversos	5.8	7.9	23.9	21.0	18.4	23.4	5.6	25.8	16.3
Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos	77.7	7.8	16.9	8.2	14.4	15.9	2.6	23.0	14.5
ÍNDICES DE PREÇOS									
TOTAL	100.0	7.8	3.4	-0.9	-5.4	-4.3	-5.2	-6.0	-4.5
Por grupos de produtos:									
Agro-Alimentares	13.3	8.8	-1.6	8.5	-7.2	-0.9	-8.4	-8.9	-8.4
Energéticos	9.0	23.6	14.4	-8.6	-15.0	-24.6	-10.6	-13.2	-10.9
Químicos	11.3	3.3	-0.5	-1.9	-5.5	-5.7	-5.7	-4.9	-3.9
Peles, madeira, cortiça e papel	5.4	9.4	4.0	-6.3	-4.2	-2.7	-4.5	-5.3	-4.6
Têxteis, vestuário e calçado	11.0	2.2	5.5	-1.7	-7.4	-3.6	-6.4	-10.1	-9.2
Minérios e metais	8.0	16.5	-4.6	-7.8	-7.3	-7.2	-8.2	-7.7	-7.3
Máquinas	22.6	4.2	3.9	-1.4	-3.7	-1.7	-3.5	-3.6	-2.9
Material de transporte	13.7	6.7	6.4	4.9	1.8	3.2	2.6	0.8	5.2
Produtos acabados diversos	5.8	5.5	1.5	-1.3	-6.7	-1.9	-6.1	-8.3	-7.3
Total, excluindo agrícolas, alimentares e energéticos	77.7	6.0	2.8	-1.5	-4.0	-2.2	-3.8	-4.7	-3.3

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

grupos de produtos, é de salientar o elevado crescimento das importações de "material de transporte", cuja variação, em termos reais, foi superior a 20 por cento, reflexo do grande incremento de vendas de automóveis verificado no ano. Também as classes de "têxteis, vestuário e calçado" e de "produtos acabados diversos" terão contribuído significativamente para a aceleração das importações totais, o que é explicado pela evolução do consumo, que manteve um dinamismo assinalável e, pela descida de preços, que terá facilitado a penetração no mercado interno.

Os preços do comércio externo registaram uma quebra em 1992 (-2.2 por cento, no caso das exportações e -5.4 por cento, no caso das importações), o que reflecte, em larga medida, a evolução cambial do escudo, bem como a

descida dos preços da generalidade das matérias-primas nos mercados internacionais em 1992, com destaque para o petróleo e metais. Assim, os produtos incluídos em "energéticos", "químicos" e "minérios e metais" registaram quebras de preços mais acentuadas que a média. A variação dos preços relativos internacionais foi favorável à economia portuguesa, reflectindo um crescimento dos preços dos produtos exportados, com maior peso no total, que, embora negativo ou apenas marginalmente positivo ("madeira, cortiça e papel": -2.6 por cento; "peles, couros e têxteis": -2.4 por cento; "vestuário e calçado": 0.8 por cento), foi superior ao crescimento dos preços de importações de bens em que a economia portuguesa é estruturalmente dependente ("energéticos": -15 por cento; "agro-alimentares": -7.2 por cento), verificando-se, ainda, um menor crescimento dos preços das importações de máquinas face ao ritmo de expansão dos preços de exportação dessa mesma categoria de bens.

2.1.2 Distribuição geográfica do comércio externo

Em 1992, o aspecto mais saliente da evolução da distribuição geográfica do comércio externo foi uma relativa estabilização do peso da CE – após ter crescido significativamente com a entrada de Portugal nas Comunidades, reflectindo efeitos de desvio e de criação de comércio associados ao processo de crescente integração europeia. Quanto às outras áreas económicas, registou-se perda de posição das trocas comerciais com a EFTA e com os Estados Unidos, aumento da participação dos Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa nas exportações totais e redução da parcela da OPEP nas importações totais. A Espanha viu reforçado o seu papel de primeiro fornecedor de Portugal.

As exportações portuguesas cresceram, em termos nominais, 4.7 por cento em 1992 contra 0.8 por cento em 1991 (quadro IV.5). Verificou-se menor dispersão nas taxas de crescimento nominais das exportações para os países comunitários, registando-se significativa desaceleração das vendas à Alemanha e Espanha (que tinham registado uma forte expansão em 1991), e recuperação igualmente significativa nas exportações para a França e Reino Unido (que tinham caído no ano anterior). De salientar também, o expressivo crescimento das exportações com destino aos Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa (30.5 por cento). As exportações para os países da EFTA, para os Estados Unidos e para o Japão voltaram a registar quebras.

Quadro IV.5

DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS EXPORTAÇÕES (FOB)

Comércio externo alfandegário

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%) 1991	1989	1990	1991	1992[P(a)]
TOTAL	100.0	27.4	16.7	0.8	4.7
CE	75.3	27.3	19.3	2.7	4.4
França	14.4	26.1	19.5	-6.7	3.3
Bélgica - Luxemburgo	3.2	25.0	16.2	3.5	6.4
P. Baixos	5.7	26.6	12.5	2.1	-0.6
RFA	19.1	36.3	23.3	15.2	5.0
Itália	4.0	30.6	11.8	-2.3	1.3
Reino Unido	10.8	9.1	14.5	-10.1	8.6
Irlanda	0.5	20.5	20.3	0.8	-1.2
Dinamarca	2.1	10.5	27.9	-1.0	7.2
Grécia	0.4	97.8	39.3	-15.6	26.3
Espanha	15.1	42.1	23.1	12.5	3.0
EFTA	9.7	24.3	15.3	-4.1	-5.4
EUA	3.8	27.8	-5.9	-20.5	-4.4
Japão	0.9	89.3	6.6	-13.4	-8.5
PALOP	4.2	55.8	17.8	23.8	30.5
OPEP	0.6	-21.4	-0.6	-4.3	9.3

Fonte: INE

Notas:

(a) Valores resultantes da aplicação da estrutura da 1.ª versão do INE para 1992 à estimativa elaborada no Banco de Portugal para os valores alfandegários globais.

A evolução das importações originárias da CE continuou a apresentar um ritmo de crescimento superior ao das importações totais (10.1 por cento, em termos nominais), destacando-se os fortes crescimentos das compras à França (15.3 por cento) e à Espanha (12.7 por cento)

(quadro IV.6). Em contraste, as importações com origem nos Estados Unidos e OPEP decresceram, em valor, 4.7 e 12.5 por cento, respectivamente. A quebra das importações provenientes da OPEP reflecte basicamente a quebra das cotações do petróleo nos mercados internacionais no ano de 1992.

Quadro IV.6

DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS IMPORTAÇÕES (CIF)

Comércio externo alfandegário

Taxas de variação em percentagem

	Pesos (%) 1991	1989	1990	1991	1992[P(a)]
TOTAL	100.0	16.8	19.5	6.2	7.4
CE	71.9	18.5	21.3	10.5	10.1
França	11.9	18.4	17.9	10.3	15.3
Bélgica-Luxemburgo	4.0	12.7	25.2	3.7	0.8
P. Baixos	6.1	32.5	25.2	13.2	21.2
RFA	15.0	15.7	18.3	10.2	7.5
Itália	10.2	15.1	30.8	9.3	7.3
Reino Unido	7.5	4.9	21.5	4.5	2.6
Irlanda	0.4	35.0	52.0	2.9	2.0
Dinamarca	0.8	24.0	14.5	-0.5	6.5
Grécia	0.1	-3.9	-12.0	-22.5	2.5
Espanha	15.8	29.0	18.5	17.1	12.7
EFTA	6.1	1.3	21.2	1.2	5.2
EUA	3.4	20.1	6.0	-8.1	-4.7
Japão	2.9	-1.5	4.1	15.1	13.3
PALOP	0.5	74.6	45.6	16.1	20.3
OPEP	4.8	42.9	32.4	-24.9	-12.5

Fonte: INE.

Notas:

(a) Valores resultantes da aplicação da estrutura da 1.ª versão do INE para 1992 à estimativa elaborada no Banco de Portugal para os valores alfandegários globais.

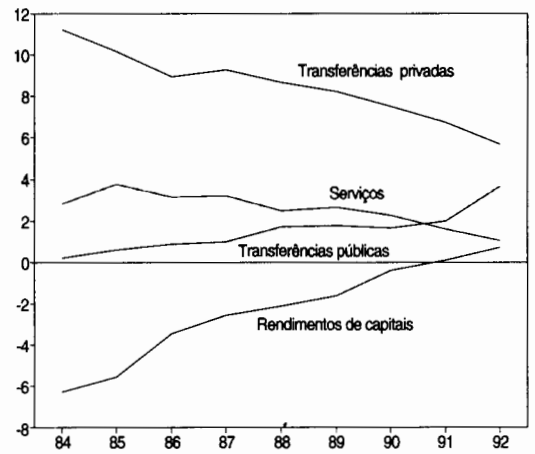
2.2 Invisíveis correntes

Em 1992, com base nos primeiros resultados apurados, o excedente dos invisíveis correntes (serviços, rendimentos e transferências) representou o equivalente a 11.1 por cento do PIB, ligeiramente acima do verificado no ano anterior (10.3 por cento). Esta evolução foi determinada por um crescimento do saldo de rendimentos de capitais e um significativo aumento das transferências líquidas da CE, que mais do que compensou a redução das receitas líquidas de turismo e das remessas de emigrantes (quadro IV.1, gráfico IV.4).

Gráfico IV.4

INVISÍVEIS CORRENTES

Saldos, em percentagem do PIB



O excedente da balança de serviços registou uma redução relativamente ao ano anterior, passando de 1.6 para 1.1 por cento do PIB. Esta evolução foi determinada basicamente por uma redução do saldo estimado da balança de turismo, de 3.9 para 3.0 por cento do PIB, uma vez que o saldo dos restantes serviços se manteve virtualmente inalterado (quadro IV.7).

Em 1992, os dados disponíveis para a balança de turismo (em escudos) revelam uma quebra das receitas de cerca de 8 por cento e um crescimento das despesas de 5.1 por cento. Estes valores devem ser interpretados com a devida cautela, dado tratar-se de dados preliminares e terem sido detectadas incorrecções na forma de contabilização, quer dos débitos quer dos créditos desta rubrica, pelo sistema bancário. Segundo dados da OCDE (quadro IV.8), 1992 foi um ano de recuperação do turismo internacional, apesar da desaceleração económica: as dormidas em estabelecimentos hoteleiros cresceram 5.5 por cento (face a uma estagnação em 1991) na zona da OCDE, tendo

Quadro IV.7

BALANÇA DE SERVIÇOS E RENDIMENTOS

	Milhões de contos			Milhões de dólares			Milhões de ECU			Em % do PIB		
	1990	1991	1992[P]	1990	1991	1992[P]	1990	1991	1992[P]	1990	1991	1992[E]
Balança de serviços e rendimentos												
Débito	775.2	835.9	833.1	5458	5785	6196	4277	5785	4780	9.1	8.4	7.3
Crédito	934.7	1006.4	1034.3	6605	6936	7726	5148	6936	5930	10.9	10.1	9.1
Saldo	159.6	170.6	201.1	1147	1151	1530	871	1151	1150	1.9	1.7	1.8
Serviços												
Débito	579.1	652.5	651.8	4080	4517	4846	3195	4517	3738	6.8	6.6	5.7
Crédito	772.7	812.2	771.3	5460	5586	5769	4256	5586	4422	9.0	8.2	6.8
Saldo	193.7	159.8	119.4	1380	1069	923	1061	1069	684	2.3	1.6	1.1
Turismo												
Débito	122.7	148.3	156.0	867	1024	1167	676	1024	894	1.4	1.5	1.4
Crédito	502.9	539.8	496.8	3555	3710	3726	2767	3710	2849	5.9	5.4	4.4
Saldo	380.2	391.5	340.8	2688	2686	2559	2091	2686	1955	4.4	3.9	3.0
Transportes												
Débito	259.5	277.4	277.7	1827	1921	2059	1431	1921	1593	3.0	2.8	2.4
Crédito	133.1	130.4	127.2	938	898	949	732	898	731	1.6	1.3	1.1
Saldo	-126.4	-147.0	-150.5	-889	-1023	-1110	-699	-1023	-862	-1.5	-1.5	-1.3
Seguros												
Débito	27.4	32.2	31.6	194	223	233	153	223	181	0.3	0.3	0.3
Crédito	5.1	8.3	4.5	35	57	34	28	57	23	0.1	0.1	0.0
Saldo	-22.3	-23.9	-27.1	-159	-166	-199	-125	-166	-158	-0.3	-0.2	-0.2
Estado												
Débito	29.3	32.4	31.5	204	224	234	161	224	181	0.3	0.3	0.3
Crédito	5.8	6.0	6.3	42	42	48	34	42	37	0.1	0.1	0.1
Saldo	-23.5	-26.4	-25.2	-162	-182	-186	-127	-182	-144	-0.3	-0.3	-0.2
Diversos												
Saldo	-14.3	-34.4	-18.6	-98	-246	-141	-79	-246	-107	-0.2	-0.3	-0.2
Rendimentos de capitais												
Débito	196.1	183.4	181.3	1378	1268	1350	1082	1268	1042	2.3	1.8	1.6
Crédito	162.0	194.2	263.0	1145	1350	1957	892	1350	1508	1.9	2.0	2.3
Saldo	-34.1	10.8	81.7	-233	82	607	-190	82	466	-0.4	0.1	0.7

Quadro IV.8

EVOLUÇÃO DO TURISMO INTERNACIONAL

Variações em percentagem

	Chegadas às fronteiras[(a)]		Dormidas em estab. hoteleiros		Receitas em moeda nacional		Receitas em termos reais[(b)]	
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992
França	4.6	10.8	2.3	10.9	9.7	7.3	6.3	4.3
Grécia	-11.2	18.0	-14.7	13.6	17.9	25.8	-0.8	8.7
Itália	-14.9	-2.4	2.4	-10.9	-3.4	10.5	-9.3	4.8
Turquia	2.4	27.8	-26.9	-	31.6	135.6	-20.7	37.0
Espanha	2.8	3.4	3.8	3.4	6.0	6.6	0.1	0.1
OCDE-Europa	-3.2	5.5	0.0	5.2	-	-	-1.3	1.4
OCDE	-1.5	4.5	-0.1	5.5	-	-	0.8	3.7

Fonte: OCDE.

Notas:

(a) Chegadas às fronteiras de turistas, excepto para a Espanha, Itália e Turquia, onde as variações dizem respeito a visitantes.

(b) Após correcção dos efeitos de inflação em cada país.

a zona mediterrânica apresentado um crescimento de 7 por cento. Os países mediterrâneos apresentaram, no entanto, uma evolução diferenciada, com a Grécia, a Turquia e, em menor escala, a Espanha a apresentarem bons resultados, não sendo, no entanto, acompanhados pela Itália e por Portugal. As dormidas de estrangeiros nos estabelecimentos hoteleiros nacionais acusam uma redução de 5.6 por cento, nos nove primeiros meses do ano face a igual período do ano anterior. A quebra das receitas nominais deve estar, por outro lado, igualmente relacionada com um menor deflator para as despesas de estrangeiros no sector de turismo, reflexo de um acréscimo da concorrência externa no sector.

Em 1992, o saldo da balança de rendimentos de capitais ascendeu a 0.7 por cento do PIB, que compara com 0.1 por cento do PIB

em 1991. Esta evolução é explicada por um acréscimo dos créditos resultantes da aplicação das reservas oficiais e uma redução dos débitos associada à evolução dos passivos externos da economia. Estes valores devem, no entanto, ser tomados com cautela, uma vez que se baseiam em dados preliminares e, por outro lado, existe a possibilidade de os débitos desta balança estarem subavaliados nos últimos anos devido quer a alguma omissão de rendimentos, associados ao investimento directo estrangeiro, reinvestidos em Portugal, quer a uma eventual classificação incorrecta de pagamentos de juros como amortizações, na informação de base.

Em 1992, o saldo das transferências unilaterais representou 9.3 por cento do PIB, o que compara com 8.7 por cento no ano anterior. Esta evolução é explicada pelo significativo acréscimo das transferências públicas da Comunidade em percentagem do PIB, o qual compensou largamente a redução das transferências privadas, também em percentagem do PIB.

As remessas de emigrantes reduziram-se, em percentagem do PIB, de 6.6 para 5.5 por cento em 1992, evolução que deverá ser enquadrada na tendência de longo prazo de abrandamento destas transferências privadas, a qual estará associada aos menores fluxos emigratórios dos últimos anos, ao enriquecimento das famílias receptoras de remessas e à maior fixação nos países de origem dos envios, bem como ao abrandamento da expansão, medida em escudos, do rendimento nominal nesses países (gráfico IV.4).

As transferências públicas aumentaram significativamente o seu peso no PIB, atingindo 3.6 por cento do PIB (2.0 por cento em 1991). Este aumento reflecte o comportamento das transferências líquidas de CE, que registaram um crescimento de 140.9 por cento em 1992, atingindo 411 m.c. Dentro destas, destaca-se os recebimentos de 275.5 m.c. associados ao FEDER (crescimento de 87 por cento face a 1991) e de 115.9 m.c. relativos ao FSE (mais do triplo do recebido em 1991). Embora parte do acréscimo registado reflicta fundos respeitantes a 1991 que só entraram no início de 1992, a tendência de reforço das transferências comunitárias deverá continuar durante os próximos anos no sentido de facilitar a convergência das economias comunitárias mais desfavorecidas.

3. Balança de capitais

3.1 Créditos registados na dívida

Os fluxos relacionados com a dívida externa não monetária registaram, em 1992, uma entrada líquida de capitais no valor de 1519 milhões de dólares, como resultado do aumento líquido conjunto dos fluxos de dívida organizada (371 milhões de dólares) e de dívida não organizada (1148 milhões de dólares) (quadro IV.10).

As entradas líquidas em operações de dívida não organizada apresentaram um crescimento significativo relativamente ao ano de 1991, passando de 1.1 para 1.4 por cento do PIB, com particular incidência nas operações a médio e longo prazos devido, em parte, a financiamentos ligados ao processo de privatizações. O saldo destas operações de médio e longo prazos atingiu 897 milhões de dólares (704 milhões de dólares em 1991), sem qualquer tendência de evolução marcada ao longo do ano. Pelo contrário, o montante verificado nas entradas líquidas de créditos externos a curto prazo registados na dívida (251 milhões de dólares que compara com 15 milhões de dólares em 1991) concentrou-se até Agosto, devido fundamentalmente ao financiamento para operações comerciais das Outras Empresas não Financeiras e Particulares (OENFP), uma vez que a partir de Setembro (inclusive) se assistiu a um reembolso líquido associado às expectativas de depreciação do escudo neste período do ano.

As operações de capitais a médio e longo prazos relacionadas com a dívida das Outras Instituições Monetárias (OIM) mantiveram um padrão de evolução não muito distinto do verificado no ano anterior, registando um saldo positivo de 214 milhões de dólares (381 milhões de dólares no ano precedente).

Quadro IV.9

BALANÇA DE PAGAMENTOS – FINANCIAMENTO

Milhões de dólares

	1988	1989	1990	1991	1992[P]	1992[P] I	II	III	IV
Saldo da balança de transacções correntes	-1064	139	-181	-742	-156	393	-221	366	-694
BTC excluindo transferências da CE	-1649	-585	-1029	-1891	-3167	-703	-1057	-161	-1246
Transferências da CE	585	724	848	1149	3011	1096	836	527	552
Balança de capitais	1991	4364	3688	6532	-46	2137	2269	-3572	-880
Dívida organizada[a]	-245	-435	-1180	-1299	371	-46	-24	170	271
Créditos externos recebidos de ml/p	17	-254	-891	-1147	153	-4	-81	-46	284
Créditos externos recebidos de c/p	-262	-181	-289	-152	218	-42	57	216	-13
Capitais autónomos	2236	4799	4868	7831	-417	2183	2293	-3742	-1151
Capitais estáveis[b]	844	1652	2449	1989	1186	560	757	-216	85
Investimento directo estrangeiro	659	1504	2264	2285	1849	666	854	-46	375
Investimento directo no exterior	-80	-83	-162	-455		-71	-143	-182	-300
Investimento estrangeiro em imóveis	265	231	347	159	36	-35	46	14	11
Investimento português em imóveis	0	0	0	0		0	0	-2	-1
Capitais voláteis[c]	1392	3147	2419	5842	-1603	1623	1536	-3526	-1236
Dívida não organizada	323	1303	179	719	1148	552	866	114	-384
Créditos externos recebidos de ml/p	-119	645	490	704	897	205	269	168	255
Créditos externos recebidos de c/p	442	658	-311	15	251	347	597	-54	-639
Operações sobre títulos nacionais	239	878	1748	2600	-2464	462	378	-2816	-488
Operações sobre títulos estrangeiros	-27	-61	0	17		-90	1	-196	-102
Outras operações de médio e longo prazos[d]	-125	-126	-217	-163	-259	-40	-50	-75	-94
Outras operações de curto prazo (inclui erros e omissões)	1653	520	1155	1898	894	419	93	-195	577
Variação da posição externa de c/p das OIM[e]	-671	633	-446	771	-535	320	248	-358	-745
Disponibilidades	-1215	-514	-1727	-1211	-2079	-19	-995	-1361	296
Responsabilidades	544	1147	1281	1982	1544	339	1243	1003	-1041
Variação das reservas oficiais líquidas	-934	-4563	-3502	-5776	199	-2530	-2045	3208	1566
Disponibilidades	-378	-4655	-3528	-5689	189	-2525	-2051	3148	1617
Responsabilidades	-556	92	26	-87	10	-5	6	60	-51
Por memória:									
Balança fundamental (BTC+capitais estáveis)	-220	1791	2268	1247	1030	953	536	150	-609

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) Operações de investimento directo e de investimento em imóveis.

(c) Dívida não organizada, operações sobre títulos, outras operações de médio e longo prazos, outras operações de curto prazo (incluindo erros e omissões) e variação da posição externa de curto prazo das OIM.

(d) Inclui os empréstimos financeiros, os créditos comerciais e as outras disponibilidades não incluídas nas rubricas anteriores.

(e) Um sinal negativo (positivo) corresponde, a um aumento líquido (diminuição líquida) de disponibilidades ou a uma diminuição líquida (aumento líquido) de responsabilidades.

O sector privado não financeiro também não alterou de forma significativa o seu recurso a esta forma de financiamento externo, tendo registado, em 1992, um endividamento líquido a mais de um ano no valor de 337 milhões de dólares (299 milhões de dólares em 1991). Os fluxos relacionados com a dívida externa de médio e longo prazos das Instituições Financeiras não Monetárias (IFNM) totalizaram, em 1992, um saldo positivo no montante de 346 milhões de dólares, que compara com apenas 24 milhões de dólares no ano precedente, devido, em parte, a operações destinadas ao financiamento de participações em privatizações.

Quadro IV.10

BALANÇA DE CAPITAIS

Fluxos relacionados com a dívida externa não monetária

Milhões de dólares

	1990			1991			1992[P]		
	Utilizações	Reembolsos	Saldo	Utilizações	Reembolsos	Saldo	Utilizações	Reembolsos	Saldo
Total	12970	13971	-1001	13374	13954	-580	16873	15354	1519
(em % do PIB)	21.7	23.2	-1.5	19.5	20.2	-0.7	20.0	18.2	1.8
Dívida organizada	5920	7100	-1180	5055	6354	-1299	6437	6066	371
(em % do PIB)	9.9	11.8	-1.9	7.4	9.1	-1.8	7.7	7.2	0.4
Médio e longo prazos	1937	2828	-891	2294	3441	-1147	2382	2229	153
SPA	244	1466	-1222	254	1203	-949	488	531	-43
EPNF	1559	1326	233	1945	2147	-202	1857	1639	218
OIM, IFNM e OENFP com garantia do Estado	134	36	98	95	91	4	37	59	-22
Curto prazo	3983	4272	-289	2761	2913	-152	4055	3837	218
SPA	104	209	-105	0	0	0	0	0	0
EPNF	3879	4063	-184	2761	2913	-152	4055	3837	218
Divida não organizada[(a)]	7050	6871	179	8319	7600	719	10436	9288	1148
(em % do PIB)	11.8	11.4	0.4	12.1	11.1	1.1	12.4	11.0	1.4
Médio e longo prazos	1303	813	490	1903	1199	704	2238	1341	897
OIM	90	150	-60	468	87	381	373	159	214
OENFP	1050	582	468	1263	964	299	1322	985	337
IFNM	163	81	82	172	148	24	543	197	346
Curto prazo	5747	6058	-311	6416	6401	15	8198	7947	251

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.

A dívida organizada, por seu lado, apresentou, em 1992, um excedente de 371 milhões de dólares (0.4 por cento do PIB), após dois anos consecutivos de amortização líquida. Esta evolução resultou do endividamento externo a que recorreram as Empresas Públicas não Financeiras (EPNF), tanto a médio e longo como a curto prazos (436 milhões de dólares).

O Sector Publico Administrativo (SPA), apresentou, ao longo de 1992, uma saída líquida de capitais de apenas 43 milhões de dólares (949 milhões de dólares em 1991), tendo efectuado amortizações líquidas de dívida até Outubro, e recorrido a crédito externo, em termos líquidos, em Novembro e Dezembro.

3.2 Operações sobre títulos nacionais

Os dados disponíveis para 1992 relativamente às operações de investimento mobiliário estrangeiro mostram uma saída líquida de capitais na ordem dos 2464 milhões de dólares (quadro IV.11) (o equivalente a 2.7 por cento do valor do PIB). Deste montante, 3182 milhões de dólares reportam-se a desinvestimento líquido realizado nos últimos quatro meses do ano, uma vez que até Agosto ocorreram aplicações líquidas em títulos nacionais na ordem dos 718 milhões de dólares.

Este fenómeno constituiu o reverso daquele a que se assistiu no biénio 1990-1991, durante o qual os não residentes aplicaram, em termos líquidos, 4348 milhões de dólares em títulos de origem nacional (representando 2.8 e 3.8 por cento do PIB em 1990 e 1991, respectivamente).

Uma análise intra-anual revela aplicações dos não residentes bastante moderadas durante o primeiro semestre de 1992 (840 milhões de dólares de investimento líquido, ou seja, apenas 40 por cento do que fora aplicado no período homólogo do ano anterior), basicamente

Gráfico IV.5

EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE CAPITAIS

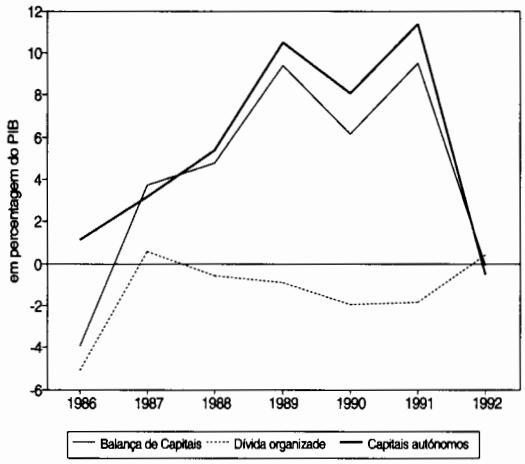
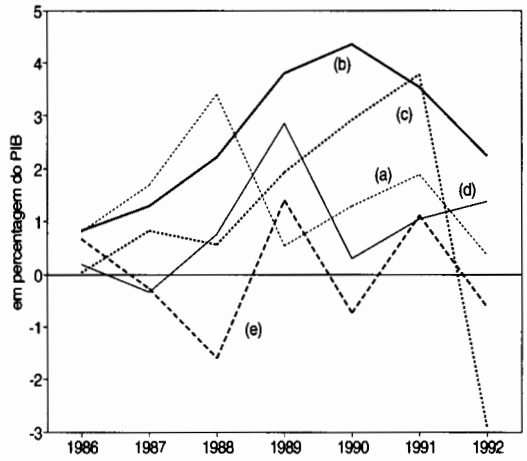


Gráfico IV.6

OPERAÇÕES DE CAPITAIS 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 curto prazo das OIM.

reflexo da eficácia das medidas restritivas impostas pelo Banco, em Julho de 1991, às aquisições por não residentes de títulos de dívida com taxa de juro variável, com vista ao controlo do impacto das entradas de capitais sobre a liquidez interna.

A partir de Agosto, os investidores não residentes assumiram uma postura voluntária

Quadro IV.11

OPERAÇÕES DE CAPITAIS NÃO RELACIONADAS COM A DÍVIDA

Milhões de dólares

	1990	1991	1992[P]	1992[P]			
				I	II	III	IV
A médio e longo prazos[(a)]	3980	4443	-1924	892	1086	-3303	-599
Responsabilidades	4359	5044	-579	1093	1278	-2848	-102
Investimento directo em Portugal	2264	2285	1849	666	854	-46	375
Investimento estrangeiro em imóveis	347	159	36	-35	46	14	11
Operações sobre títulos	1748	2600	-2464	462	378	-2816	-488
Outras responsabilidades	0	0	0	0	0	0	0
Disponibilidades	-379	-601	-1345	-201	-192	-455	-497
Investimento directo no exterior	-162	-455	-696	-71	-143	-182	-300
Investimento em imóveis no exterior	0	0	-3	0	0	-2	-1
Operações sobre títulos	-4	17	-387	-90	1	-196	-102
Empréstimos financeiros	-2	1	-117	1	-20	-28	-70
Créditos comerciais	-39	-42	-87	-21	-17	-33	-16
Outras disponibilidades	-172	-122	-55	-20	-13	-14	-8
A curto prazo[(b)]	1155	1898	894	419	93	-195	577

Notas:

(a) O total pode não corresponder à soma das parcelas em virtude dos arredondamentos.

(b) Inclui *leads* e *lags*, erros e omissões.

Quadro IV.12

TÍTULOS NACIONAIS ADQUIRIDOS POR NÃO RESIDENTES

Fluxos líquidos

Milhões de dólares

	1990	1991	1992[P]	1992[P]			
				I	II	III	IV
Acções	516	214	564	201	140	242	-19
Obrigações	1219	2333	-3131	255	187	-3073	-500
das quais: Dívida pública	1167	2247	-3248	258	-100	-3004	-402
Títulos de participação	-9	15	-16	1	-15	-1	-1
Unidades de participação	22	38	119	5	66	16	32
Total	1748	2600	-2464	462	378	-2816	-488

de desinteresse pela manutenção de títulos nacionais nas suas carteiras, procedendo a um desinvestimento líquido que ascendeu ao apreciável montante de 3182 milhões de dólares no período Setembro-Dezembro. Esta atitude dos não residentes foi particularmente evidente em Setembro, provocando a maior parcela desta saída líquida de capitais (2694 milhões de dólares), reflexo, essencialmente, das expectativas quanto a uma possível depreciação do escudo, num contexto de instabilidade cambial que se viveu no MTC do SME. Ao longo do quarto trimestre, embora se tenha verificado o ressurgimento de uma certa instabilidade cambial no interior do SME (concretamente durante o mês de Novembro), observou-se um abrandamento progressivo nos níveis de desinvestimento, retomando-se em Dezembro uma situação de aquisição líquida (embora marginal) de títulos por não residentes.

A análise do investimento mobiliário estrangeiro por tipo de instrumento demonstra que, no ano de 1992, somente as acções e as unidades de participação foram objecto de aplicações líquidas positivas (564 e 119 milhões de dólares, respectivamente), em ambos os casos de valor superior às do ano anterior (214 e 38 milhões de dólares) (quadro IV.12).

Deste modo, o desinvestimento líquido apurado em 1992 incidiu, basicamente, nos títulos do segmento obrigacionista (3131 milhões de dólares), com especial ênfase para os títulos da dívida pública (3248 milhões de dólares). Os principais intervenientes neste processo de redução de posições em obrigações da dívida pública foram as sucursais de bancos portugueses instaladas na Zona Franca da Madeira, que ao longo de 1992 eliminaram das suas carteiras obrigações no valor de, aproximadamente, 1493 milhões de dólares (1225 milhões de dólares em Setembro). Também a Espanha e a Dinamarca contribuíram de modo significativo para o desinvestimento líquido global que se verificou em 1992 (aproximadamente 339 e 325 milhões de dólares, respectivamente).

3.3 Investimento directo estrangeiro

As operações de investimento directo estrangeiro[(5)] realizadas no decurso de 1992 geraram uma entrada líquida de capitais (valores provisórios) de 1849 milhões de dólares (quadro IV.11) (2.2 por cento do valor do PIB, contra 3.3 por cento em 1991).

(5) Para comparar valores homólogos, deve ter-se em conta que após Maio de 1991 (inclusive) passaram a estar sujeitas ao regime do investimento directo as aquisições de imóveis efectuadas por pessoas colectivas não residentes, até aí incluídas nas aquisições de imóveis.

Tratando-se de um segmento de operações com o exterior de certa forma sensível a uma conjuntura externa desfavorável e dado o contexto de integração da economia portuguesa (em particular no espaço comunitário europeu), o andamento do investimento directo estrangeiro durante o ano de 1992 sofreu os efeitos de um clima generalizado de desaceleração económica vivido ao longo desse ano (e agudizado nos últimos meses) pelos países tradicionalmente investidores em Portugal.

Deste modo, a evolução do investimento directo estrangeiro exprime um comportamento de algum modo distinto entre o primeiro e o segundo semestre. Na primeira metade de 1992 observou-se um crescimento das entradas líquidas de capitais associadas a investimento directo estrangeiro, face ao valor observado no primeiro semestre do ano anterior; em contrapartida, no segundo semestre de 1992, este segmento de operações sofreu já os efeitos da conjuntura internacional adversa, registando a ocorrência de uma forte quebra, não apenas em relação aos valores do período homólogo do ano anterior mas sobretudo face ao primeiro semestre do mesmo ano. Para esta quebra concorreu também, a concretização no terceiro trimestre, de uma grande operação de desinvestimento estrangeiro.

De acordo com os dados preliminares disponíveis, a quebra dos fluxos líquidos de capitais associados a investimento directo estrangeiro reflectiu, não apenas um decréscimo dos níveis de realização de investimentos (2939 milhões de dólares contra 3168 milhões de dólares no ano transacto), mas igualmente um crescimento do valor das liquidações de investimentos anteriores (1090 milhões de dólares face a 883 milhões de dólares em 1991) o investimento directo realizado representou cerca de 67 por cento do total de investimento declarado (74.7) por cento em 1991).

A análise da estrutura do investimento directo estrangeiro por tipo de operações (quadro IV.13) revela, em 1992, uma redução da parcela que se destina a adquirir empresas já constituídas (18.8 por cento, contra 24.4 por cento em 1991) em favor das parcelas que correspondem a alargamento da capacidade produtiva instalada, designadamente através de acréscimos de capital de empresas já existentes (69.5 por cento do investimento directo total, quando no ano anterior se situara nos 58.3 por cento). No entanto, a aplicação de capitais estrangeiros em investimentos de raiz (designadamente sob a forma de constituição de novas empresas ou de abertura de sucursais) viu a sua importância relativa descer de 13.9 por cento em 1991 para 9.1 por cento do valor global em 1992.

A nota dominante apresentada pela distribuição sectorial (quadro IV.14) do investimento directo estrangeiro residiu no reforço, ainda que ligeiro, da captação de investimentos pelo sector financeiro (63.3 por cento do investimento total apurado para 1992), comparativamente ao ano anterior (59.9 por cento). Por detrás das elevadas parcelas de investimento directo no sector financeiro nos últimos dois anos está, contudo, um fenómeno de aparecimento de um conjunto diversificado de operações envolvendo Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS), em muitos casos implicando montantes avultados. Estas sociedades, que constituem um meio privilegiado de acesso indirecto dos investidores estrangeiros a empresas portuguesas, foram objecto frequente, no biénio 1991-1992, de operações de aquisição de participações no capital social, ou

Quadro IV.13

ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL

Por tipo de operação

Em percentagem

	1990	1991	1992
No capital de empresas	94.5	96.6	97.4
Investimento em novas empresas	8.8	13.9	9.1
Acréscimos de capital	54.1	58.3	69.5
Aquisições de empresas já constituídas	31.6	24.4	18.8
Reinvestimentos	4.0	2.0	1.6
Empréstimos e suprimentos	1.5	1.4	1.0

Quadro IV.14

ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL

Por sectores de actividade económica

Em percentagem

	1989	1990	1991	1992
Indústrias transformadoras	21.8	19.0	21.7	18.0
Construção e obras públicas	7.2	8.7	5.2	4.3
Bancos e outras instituições financeiras, Seguros, operações sobre imóveis e serviços prestados às empresas	47.0	60.6	59.9	63.3
Outros	24.0	17.7	13.2	14.4
dos quais: Comércio por grosso e a retalho, restaurantes e hotéis	11.7	8.5	8.4	8.0

foram criadas, em significativo número, com capitais integralmente estrangeiros, saldando-se num investimento líquido na ordem dos 726 milhões de dólares no ano em análise (39 por cento do investimento líquido total).

De entre os países que estiveram na origem do investimento directo estrangeiro, a supremacia continuou a pertencer ao Reino Unido, que inclusivamente registou um crescimento do peso relativo no investimento total para 29.7 por cento do valor global (um aumento de 9.6 pontos percentuais relativamente a 1991) (quadro IV.15). O investimento de origem francesa esteve na base de 17.8 por cento do investimento directo estrangeiro (mais 6.2 por cento que no ano anterior) e o investimento directo espanhol, viu a sua importância relativa descer para 8 por cento (12.1 por cento em 1991).

Quadro IV.15

ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO EM PORTUGAL

Por país de origem

Em percentagem

	1989	1990	1991	1992
Reino Unido	23.1	19.9	20.1	29.7
Alemanha	7.3	5.7	3.3	5.5
França	17.1	16.7	11.6	17.8
Espanha	11.7	14.1	12.1	8.0
Itália	1.4	1.4	1.7	0.7
Suíça	6.0	4.9	5.5	3.1
Outros europeus da OCDE	16.1	20.1	20.1	17.6
EUA	4.5	3.2	8.7	4.1
Resto do mundo	12.8	14.0	16.9	13.6

3.4 Fluxos de disponibilidades a médio e longo prazos do sector não monetário

As disponibilidades sobre o exterior a médio e longo prazos do sector não monetário registaram, no ano em análise, uma saída líquida de capitais no valor de 1345 milhões de dólares (601 milhões de dólares em 1991) (1.6 e 0.9 em percentagem do PIB, em 1992 e 1991, respectivamente) (quadro IV.11). Para este aumento contribuíram largamente as saídas líquidas de capitais associadas a operações de investimento directo português no estrangeiro, as quais totalizaram 696 milhões de dólares (representando 0.8 por cento do PIB em 1992), ilustrando claramente o processo de crescente internacionalização das empresas nacionais. Do total de investimento directo de Portugal no exterior assumiu maior expressão o investimento canalizado para as indústrias transformadoras e para o sector financeiro (respectivamente 44.8 por cento e 45.4 por cento das aplicações totais) (quadro IV.16). O investimento directo da iniciativa dos agentes económicos portugueses concentrou-se, sobretudo, em Espanha (52.5 por cento do investimento global) (quadro IV.17).

Quadro IV.16

ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO PORTUGUÊS NO ESTRANGEIRO

Por sectores de actividade económica

Em percentagem

	1989	1990	1991	1992
Indústrias transformadoras	4.4	4.6	4.7	44.8
Comércio por grosso e a retalho, restaurantes e hotéis	14.1	13.7	13.6	6.2
Transportes, armazenagem e comunicações	17.1	9.9	2.3	2.6
Bancos e outras instituições financeiras, Seguros, operações sobre imóveis e serviços prestados às empresas	59.9	67.1	78.3	45.4
Outros	4.5	4.6	1.2	1.1

O investimento líquido em títulos estrangeiros realizado por residentes contribuiu também, de forma significativa, para o aumento verificado, em 1992, nas disponibilidades sobre o exterior a médio e longo prazos do sector não monetário, tendo atingido 387 milhões de dólares (0.4 por cento do PIB) enquanto nos anos anteriores tinha registado montantes sem significado. Esta evolução esteve, de certa forma, associada com a liberalização, no início de Agosto, da aquisição por residentes de títulos monetários estrangeiros.

Quadro IV.17

ESTRUTURA DO INVESTIMENTO DIRECTO PORTUGUÊS NO ESTRANGEIRO

Segundo o destino

Em percentagem

	1989	1990	1991	1992
CE	62.0	66.4	78.1	81.2
Espanha	20.3	21.9	47.0	52.5
França	3.1	10.3	17.3	10.0
Luxemburgo	0.2	0.1	8.6	5.6
Reino Unido	35.4	31.3	2.5	12.6
Outros	3.0	2.8	2.7	0.6
PALOP	9.2	5.0	1.9	2.8
Brasil	5.6	3.4	0.1	0.3
EUA	3.0	13.7	1.6	1.8
Macau	13.7	2.6	9.1	0.7
Ilhas Caimão	0.0	0.3	0.7	8.0
Resto do Mundo	6.5	8.5	8.6	5.2

Refira-se que os títulos emitidos por entidades espanholas foram os mais procurados pelos investidores portugueses, maioritariamente do sector bancário, ascendendo a 76 por cento do total de investimento mobiliário português no estrangeiro.

3.5 Outras operações de capitais

A variação da posição externa de curto prazo das OIM reflectiu uma acumulação de disponibilidades (2079 milhões de dólares) que superou significativamente o aumento das responsabilidades externas (1544 milhões de dólares) (representando 0.6 por cento do PIB), ao contrário do que se verificou no ano anterior (1.1 por cento do PIB). De facto, durante o primeiro semestre de 1992 registou-se uma acumulação de disponibilidades de 1014 milhões de dólares, enquanto o aumento de responsabilidades foi de 1582 milhões de dólares, reflectindo o acréscimo de depósitos a prazo em moeda estrangeira de não residentes junto do sistema bancário residente, tal como aconteceu em 1991. Na segunda metade do ano a tendência inverteu-se, dando origem a um aumento de disponibilidades que superou em 1103 milhões de dólares o acréscimo de responsabilidades externas de curto prazo das OIM. Esta evolução esteve intimamente relacionada com os acontecimentos ocorridos nes-

te período, na sequência da instabilidade cambial a que se assistiu no seio do MTC do SME.

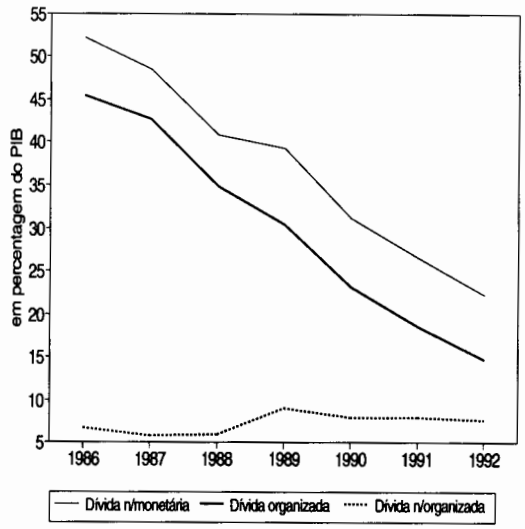
A rubrica residual dos capitais a curto prazo (incluindo erros e omissões) registou, em 1992, um saldo positivo de 894 milhões de dólares, passando de 2.8 por cento do PIB, em 1991, para 1.2 por cento no ano em análise.

4. Dívida externa, reservas oficiais e posição externa líquida

A dívida externa não monetária ascendia no final de 1992 a 18 673 milhões de dólares (equivalente a cerca de 2741 milhões de contos) o que corresponde a um acréscimo de 430 milhões de dólares face a Dezembro de 1991 (em percentagem do PIB passou de 24.6 por cento, em 1991, para 24.2 em 1992) (quadro IV.18 e gráfico IV.7). Note-se que as flutuações

Gráfico IV.7

DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA



Quadro IV.18

DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1990	1991	1992[P]	Contrapartida de flutuações de valor[(a)] 1991	1992[P]
Divida não monetária total	18668	18243	18673	-49	1089
(em % do PIB)	29.1	24.6	24.2		
Organizada	13911	12716	12340	-104	747
(em % do PIB)	21.7	17.2	16.0		
Médio e longo prazos	12927	11879	11346	-99	686
SPA	5113	4242	3956	-78	243
EPNF	7179	7011	6814	-34	415
OIM, IFNM e OENFP com aval do Estado	635	626	576	13	28
Curto prazo	984	837	994	-5	61
SPA	0	0	0	0	0
EPNF	984	837	994	-5	61
Não organizada[(b)]	4757	5527	6333	55	342
(em % do PIB)	7.4	7.5	8.2		
Médio e longo prazos	3195	3950	4556	55	291
OIM	358	778	934	-39	58
OENFP	2466	2796	2937	-31	196
IFNM	371	376	685	125	37
Curto prazo	1562	1577	1777	0	51
Por memória:					
Médio e longo prazos	16122	15829	15902	-44	977
Curto prazo	2546	2414	2771	-5	112

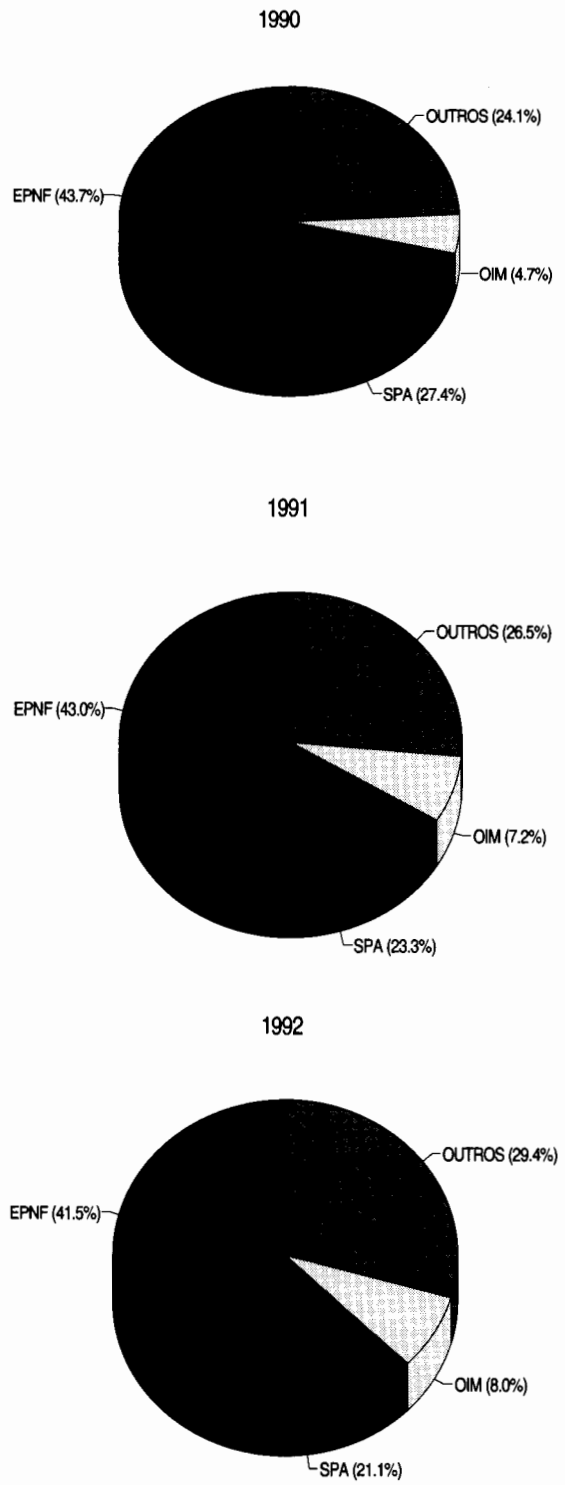
Notas:

(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.

Gráfico IV.8

REPARTIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NÃO MONETÁRIA POR SECTORES MUTUÁRIOS



cambiais associadas à apreciação do dólar face às restantes moedas de denominação da dívida externa (1089 milhões de dólares) contribuíram para um aumento menos acentuado da posição em dívida no final do ano em análise.

O acréscimo registado na dívida externa não monetária resultou da evolução da dívida não organizada (cujo peso em percentagem do PIB passou de 7.5 por cento, em 1991, para 8.2 por cento em 1992), em particular da sua componente de médio e longo prazos. A dívida organizada, por seu lado, passou de 17.2 por cento do PIB, em 1991, para 16 por cento em 1992, reflectindo a evolução da sua componente de médio e longo prazos (menos 533 milhões de dólares que no final de 1991), como pode aferir-se da estrutura da dívida por sectores mutuários, com alguma perda de peso do SPA nos últimos anos (gráfico IV.8).

Os indicadores normalmente utilizados para avaliar da evolução da dívida externa deixam transparecer a situação descrita – concretamente, um maior peso da dívida não monetária nas disponibilidades líquidas sobre o exterior (o rácio passou de 71.1 por cento em 1991 para 76.4 por cento em 1992) –, enquanto os restantes rácios reflectem um comportamento favorável (quadro IV.19 e gráficos IV.9 e IV.10).

As reservas oficiais líquidas, com o ouro ao preço contabilístico, diminuíram 1400 milhões de dólares no final de 1992 face ao valor observado no final de 1991, dos quais 1201 milhões de dólares corresponderam a flutuações cambiais. Não obstante o decréscimo verificado, o saldo das reservas oficiais líquidas, no final de 1992, situava-se em 24 243 milhões de dólares (quadro IV. 20), valor que excede largamente a posição externa líquida negativa dos restantes sectores da economia. Com o ouro a preços de mercado, as reservas oficiais líquidas ascendiam, no final de 1992 a 24 561 milhões de dólares (menos 1562 milhões de dólares que em Dezembro de 1991)(quadro IV.20). A redução verificada nas reservas oficiais líquidas ocorreu após Agosto de 1992 (até esta data as reservas oficiais líquidas apresentavam um au-

Quadro IV.19

INDICADORES DA POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA E DÍVIDA EXTERNA

Em percentagem

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Rácio da posição externa[a]	77.6	96.5	116.0	122.8	129.4	143.6
Posição externa líquida/PIBpm	-11.8	-2.3	5.8	7.5	10.1	13.1
Pos. ext. líq. sector não monet./Dispon. líquidas/ exterior[b]	-137.2	-103.5	-78.9	-71.9	-65.6	-52.8
Disponib. líquidas s/ exterior/PIBpm	25.0	31.8	35.2	31.7	34.6	31.7
Responsab. do sector não monet./Responsabilidades totais	88.1	89.7	84.4	79.5	74.3	68.2
Dívida não monetária/PIBpm	44.6	41.5	37.4	29.1	24.7	24.2
Dívida não monetária/Disponib. líquidas/ exterior	178.3	132.3	106.5	92.0	71.1	76.4
Dívida não monetária/Créd. transacções correntes	102.7	85.7	79.5	63.6	60.0	52.9
Serviço da dív. não monetária/Crédito de transacções correntes	28.6	26.2	17.8	17.2	19.4	13.9
Médio e longo prazos[c]	28.0	25.4	16.6	16.3	18.7	13.1
Juros totais/Crédito de transacções correntes	7.1	6.1	5.7	4.7	4.2	3.8
Juros totais/PIBpm	3.3	2.9	2.8	2.3	1.8	1.6
Juros líquidos totais/PIBpm[d]	2.5	2.1	1.6	0.4	-0.1	-0.7

Notas:

(a) Disponibilidades sobre o exterior/Responsabilidades em relação ao exterior, incluídas no conceito de posição externa líquida.

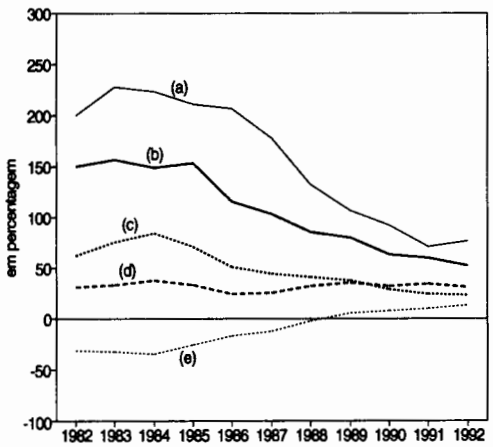
(b) Disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário com o ouro avaliado ao valor contabilístico.

(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.9

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.

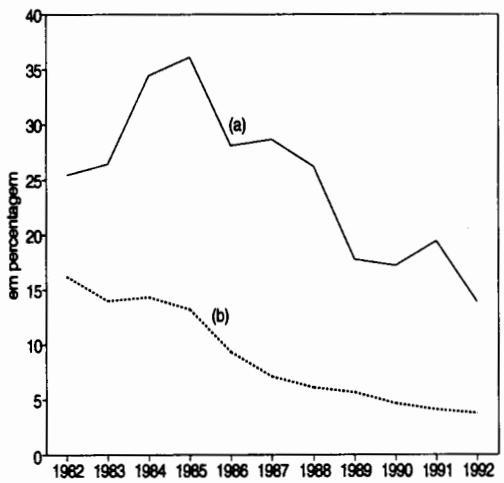
(c) Dívida não monetária/PIBpm.

(d) Disponibilidades líquidas sobre o exterior do sector monetário com o ouro ao valor contabilístico/PIBpm.

(e) Posição externa líquida/PIBpm.

Gráfico IV.10

INDICADORES DO SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA



Notas:

(a) Serviço da dívida/Crédito de transacções correntes.

(b) Juros totais/Crédito de transacções correntes.

mento, desde o início do ano, de 7105 milhões de dólares com o ouro ao preço contabilístico) com uma redução ao longo do mês de

Quadro IV.20

RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1990	1991	1992(P)	Contrapartida de flutuações de valor(a) 1991	1992
Reservas oficiais líquidas(b)					
Com ouro ao valor contabilístico	19469	25643	24243	398	-1201
Com ouro ao preço de mercado	20463	26123	24561	-116	-1363
Disponibilidades					
Com ouro ao valor contabilístico	19654	25737	24335	394	-1213
Com ouro ao preço de mercado	20648	26217	24653	-120	-1375
Ouro(c)					
Ao valor contabilístico	5113	5125	5188		
A preço de mercado	6107	5605	5506	-573	-166
Moedas estrangeiras	11610	17592	16660	485	-981
ECU oficiais	2683	2637	2109	-36	-216
Outras disponibilidades	248	384	378	4	-6
Responsabilidades	185	94	92	4	12
Por memória:					
Ouro em milhares de onças *troy*	15828	15867	16061		
Ouro afecto ao FECOM	3957	3967	4015		
ECU oficiais (milhões de unidades)	1957	1973	1745		

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.

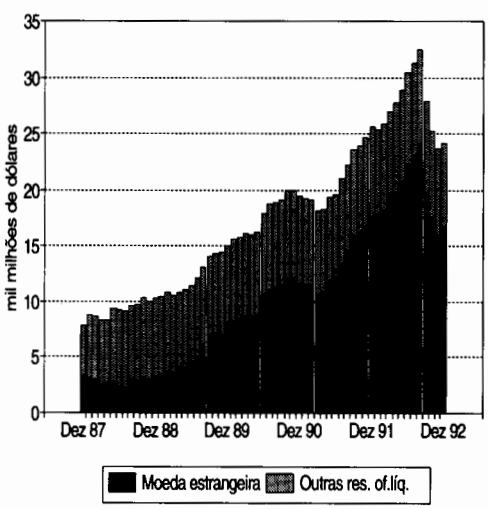
(b) Disponibilidades e responsabilidades das Autoridades Monetárias (Banco de Portugal e Tesouro).

(c) O valor contabilístico do ouro é 323 USD/onça *troy*. O preco 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.11

RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS



Setembro de 4484 milhões de dólares. Este comportamento foi sobretudo motivado pelo decréscimo das reservas em moeda estrangeira originado pelas intervenções efectuadas pelo Banco de Portugal no mercado cambial, consubstanciadas na compra de escudos, no decorrer da crise no SME em meados de Setembro, com o objectivo de defender a moeda nacional. As reservas oficiais líquidas continuaram a evolução descendente até Novembro. Durante o mês de Dezembro registou-se um pequeno acréscimo no montante de reservas oficiais. Apesar da redução verificada, o peso das reservas oficiais líquidas no PIB ascendia, no final de 1992, a 31 por cento, valor significativamente superior ao dos restantes países da CE (gráfico IV.12).

A posição externa líquida do país continuou a traduzir (como acontece desde 1989) uma situação em que o conjunto das suas dis-

Quadro IV.21

POSIÇÃO EXTERNA LÍQUIDA

Posições em fim de período

Milhões de dólares

	1988	1989	1990	1991	1992[P]
1. Disponibilidades sobre o exterior	17681	24016	29890	37264	39339
Sector não monetário[(a)]	3128	4196	4741	4566	5765
Sector monetário	14553	19820	25149	32698	33574
Autoridade monetária[(b)]	10372	15160	19654	25737	24335
Outras instituições monetárias	4181	4660	5495	6961	9239
Curto prazo	3679	4126	4750	6025	7428
Médio e longo prazos	502	534	745	936	1811
2. Responsabilidades em relação ao exterior	18316	20701	24335	28804	27395
Sector não monetário	16436	17480	19346	21399	18671
Incluídas na dívida	16351	17156	17784	16947	17266
Outras responsabilidades[(c)]	85	324	1562	4452	1405
Sector monetário	1880	3221	4989	7405	8724
Autoridade monetária	52	141	185	94	92
Outras instituições monetárias	1828	3080	4804	7311	8632
Curto prazo	1141	2300	3920	6015	7225
Médio e longo prazos	687	780	884	1296	1407
3. Posição Externa Líquida (1-2)	-635	3315	5555	8460	11944
Sector não monetário	-13308	-13284	-14605	-16833	-12906
Sector monetário	12673	16599	20160	25293	24850
Autoridade monetária	10320	15019	19469	25643	24243
Outras instituições monetárias (c/p)	2353	1580	691	-350	607

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.

(d) Diferença entre os fluxos e as variações de posições. Para as disponibilidades sobre o exterior, 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.

ponibilidades externas supera os seus compromissos em relação ao exterior (passando de 8460 milhões de dólares, em 1991, para 11 944, em 1992) (quadro IV.21). Contrariamente ao que ocorreu nos anos anteriores, a posição externa líquida do sector não monetário tornou-se no final de 1992 menos negativa (passando de -16 833 milhões de dólares no final de 1991 para -12 906 milhões de dólares em Dezembro do ano em análise) (quadro IV.21). Para esta evolução contribuíram por um lado o acréscimo nas suas disponibilidades sobre o exterior (com base em dados preliminares verificou-se um aumento de 1199 milhões de dólares nos depósitos de residentes não bancários em instituições de crédito não residentes, provavelmente associado a expectativas de desvalorização do escudo) e por outro, a redução nas suas responsabilidades em relação ao exterior, concretamente no valor das obrigações detidas por não residentes (menos 3047 milhões de dólares que no final de 1991), tendo esta ocorrido depois de Setembro de 1992, pelas razões mencionadas em secções anteriores[(6)].

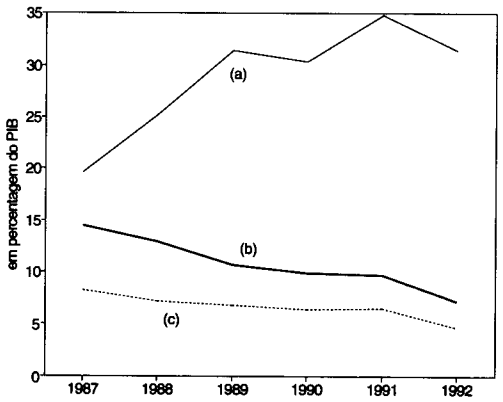
Também a posição externa líquida do sector monetário evoluiu de forma distinta da dos últimos anos, passando de 25 293 milhões de dólares, no final de 1991, para uma posição de 24 850 milhões de dólares em Dezembro de

(6) Ver capítulo VI, sub-capítulo "Mercado de capitais" neste relatório.

Gráfico IV.12

RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS

Comparação internacional



Notas:

(a) Portugal.

(b) Pequenos países da CE(*) (Bélgica, Grécia, Irlanda e Dinamarca).

(c) Grandes países da CE(*) (Espanha, França, Alemanha, Itália e Reino Unido).

(*) média simples dos coeficientes.

1992, devido à redução que se verificou no volume de disponibilidades externas acumuladas pela Autoridade Monetária. As OIM, por seu turno reforçaram a sua posição face ao exterior, pelo efeito conjugado dum aumento das suas disponibilidades superior ao acréscimo registado nas responsabilidades externas.

Os indicadores que permitem aferir da evolução da posição externa líquida do País revelam um comportamento favorável, aumentando o rácio entre a posição externa líquida e o PIB 3 pontos percentuais.

Capítulo V

FINANÇAS PÚBLICAS

1. Introdução

O Programa de Convergência Q2[1] assume um conjunto de objectivos para o período 1992-95, tendo em vista satisfazer, a médio prazo, os requisitos para a participação da economia portuguesa na terceira fase da União Económica e Monetária. Desses objectivos decorrem previsões para a evolução da actividade real, dos preços, dos saldos e da dívida do sector público administrativo (SPA)[2] e da balança de transacções correntes.

Neste quadro cabe à política orçamental papel essencial, 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. O aspecto crucial da disciplina orçamental é a fixação de tectos para as despesas do Estado e do conjunto do SPA (excluindo o pagamento de juros) compatíveis com o objectivo para a inflação. Evitar-se-á, assim, que a redução dos défices resulte fundamentalmente de medidas do lado da receita. Por outro lado, se a inflação observada ultrapassar o objectivo, a política orçamental tornar-se-á automaticamente mais restritiva.

Em 1992, os limites do Q2 para as despesas do Estado e do SPA sem juros não implicavam ainda uma restrição muito forte do lado da despesa. Como tal, no Orçamento do Estado para 1992 (OE-92), a diminuição relativa dos défices passava essencialmente por um grande aumento das receitas, designadamente dos impostos indirectos, na sequência da harmonização fiscal comunitária. De acordo com a informação disponível sobre a execução orçamental de 1992, na óptica da contabilidade pública, os tectos para as despesas sem juros do Estado e do SPA fixados no Q2 não foram significativamente ultrapassados.

Na óptica das Contas Nacionais, o défice do SPA[3] atingiu, segundo estimativas preli-

(1) Aprovado no Conselho de Ministros em 21 de Novembro de 1991. Examinado no Conselho de Ministros da Economia e Finanças da Comunidade Europeia a 16 de Dezembro de 1991.

(2) As previsões do Q2 em relação aos rácios dos saldos e da dívida do SPA em relação ao PIB não se referem exactamente às variáveis consideradas nos critérios de convergência de Maastricht.

Assim, no Q2:

- os saldos do SPA são definidos na óptica da contabilidade pública e sem incluir os Governos Regionais e a administração local dos Açores e da Madeira;
- a dívida pública é apenas a dívida interna titulada e a dívida externa registada do Estado;
- o PIB é o do Continente.

Na avaliação dos critérios de convergência de Maastricht:

- os saldos do SPA devem ser definidos na óptica das Contas Nacionais (SEC) e incluindo os Governos Regionais e a administração local dos Açores e da Madeira;
- a dívida pública é a dívida bruta consolidada do SPA;
- e o PIB é o do conjunto do território, incluindo os Açores e a Madeira.

(3) Excluindo despesas líquidas em activos financeiros.

minares, 588.8 milhões de contos (m.c.), o que representa 5.2 por cento do PIB (6.4 em 1991), ficando ligeiramente aquém do previsto no Orçamento. O défice corrente situou-se em 1.2 por cento do PIB (2.0 em 1991).

Quadro V.1

SALDO DAS CONTAS DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Milhões de contos

	1990	1991	1992[P]	1993[E]
Saldo global[(a)]	-455.9	-632.6	-588.8	-543.6
(em % do PIB)	-5.3	-6.4	-5.2	-4.4
Saldo primário ajustado[(b)] .	137.5	27.4	158.1	253.5
(em % doO PIB)	1.6	0.3	1.4	2.0

Fonte: Banco de Portugal.
Notas:
(a) Não 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.

O saldo primário (ajustado) foi claramente positivo, cifrando-se em 1.4 por cento do PIB (0.3 por cento em 1991). No entanto, este valor é inferior ao que decorria no OE-92, dado que as receitas com juros do Estado excederam em muito o orçamentado.

O défice do SPA, incluindo os défices dos Governos Regionais e das autarquias locais dos Açores e da Madeira e as receitas e despesas da Segurança Social processadas nas Regiões Autónomas terá correspondido a 5.1 por cento do PIB do conjunto do território, o que se situa ainda longe do valor definido nos critérios de convergência de Maastricht.

Apesar de a economia ter crescido abaixo da sua tendência em 1992, os défices do Estado e do SPA não terão sido significativamente afectados por factores cíclicos, dado que o consumo privado e os salários, que constituem a base dos principais impostos – IVA e IRS – continuaram a crescer acima dos 3 por cento em termos reais e o desemprego se manteve a um nível muito baixo, não exigindo o pagamento de um montante muito elevado de subsídios de desemprego.

Na sequência da forte expansão quer das receitas quer das despesas, o peso do SPA na economia aumentou consideravelmente em 1992. Assim, os rácios das receitas e das despesas totais em relação ao PIB registaram acréscimos de 3.3 e 2.2 pontos percentuais, respectivamente (2.6 e 1.5 pontos percentuais se se excluir a variação das receitas de juros da conta de aplicação de bilhetes do Tesouro (BT) e se subtrair um igual montante às despesas com os juros).

Quadro V.2

SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Peso na economia

Percentagem do PIB

	1990	1991	1992	1993
Receitas totais	40.2	43.0	46.3	45.6
Despesas totais[(a)]	45.6	49.3	51.5	50.0
Necessidades de financiamento ..	6.0	5.5	4.7	4.1
Dívida pública directa bruta[(b)] ...	66.7	67.2	63.8	

Notas:
(a) Não inclui as despesas líquidas com activos financeiros.
(b) Dívida interna titulada e dívida externa registada do Estado.

Estima-se que as necessidades de financiamento do SPA tenham representado, em 1992, 4.7 por cento do PIB (5.5 por cento em 1991).

O financiamento do SPA, em 1992, foi assegurado exclusivamente pelo crédito interno monetário e não monetário. A partir de Julho, a orientação do Tesouro de se financiar predominantemente pela utilização do saldo da conta de aplicação de BT determinou um forte acréscimo do crédito líquido do Banco de Portugal ao SPA. Apesar das dificuldades de colocação na parte final do ano, os títulos destinados exclusivamente às famílias – certificados de aforro e obrigações do Tesouro familiar – aumentaram muito de importância no conjunto do financiamento do sector público. No último trimestre o Tesouro inverteu a política de redução da dívida externa do SPA, prosse-

Quadro V.3

CONTAS NACIONAIS DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO (SPA)

Milhões de contos

	1991						1992[P]					
	Administração Central						Administração Central					
	Estado	Fundos Privativos	Fundos e Serviços Autónomos	Administração Local	Segurança Social	Total	Estado	Fundos Privativos	Fundos e Serviços Autónomos	Administração Local	Segurança Social	Total
1.Receitas correntes	2514.3	17.9	815.9	230.8	1192.5	4014.4	3167.5	20.0	905.8	265.4	1424.8	4897.0
Impostos sobre o rendimento e o património	935.6	-	-	56.4	-	992.0	1175.5	-	0.8	62.2	-	1238.5
Contribuições sociais	-	-	-	-	1085.9	1085.9	-	-	-	-	1296.8	1296.8
Impostos sobre bens e serviços	1344.6	1.5	55.8	57.9	6.2	1466.0	1665.8	1.4	46.0	68.6	8.6	1790.4
Outras receitas correntes	234.1	16.4	760.1	116.5	100.4	470.5	326.2	18.6	859.0	134.6	119.4	571.3
(Sendo:												
Transf. de outros subsect.)	7.2	1.9	579.9	94.8	73.2	-	3.5	1.0	683.0	106.3	92.7	-
2.Despesas correntes	2804.7	17.2	772.2	200.1	1198.1	4235.3	3372.5	18.8	888.5	227.5	1409.3	5030.1
Bens e serviços	1016.2	13.2	492.2	176.3	43.4	1741.3	1228.7	14.7	557.5	199.5	48.9	2049.3
Subsídios	52.8	-	101.1	-	-	153.9	59.0	0.5	104.1	-	-	163.6
Juros da dívida pública	816.2	-	4.8	11.3	-	832.3	998.6	-	9.7	13.6	-	1021.9
Transferências correntes	919.5	4.0	174.1	12.5	1154.7	1507.8	1086.2	3.6	217.2	14.4	1360.4	1795.3
(Sendo:												
Transf. para outros subsect.)	697.2	1.0	10.5	0.7	47.6	-	817.7	0.1	32.0	0.8	35.9	-
3.Poupança corrente	-290.4	0.7	43.7	30.7	-5.6	-220.9	-205.0	1.2	17.3	37.9	15.5	-133.1
4.Receitas de capital	44.8	44.1	243.0	125.5	48.1	255.7	65.1	65.1	344.9	149.4	98.0	357.4
(Sendo:												
Transf. de outros subsect.)	0.1	42.1	136.2	69.2	2.2	-	-	63.9	220.0	77.6	3.6	-
5.Despesas de capital	320.6	49.5	310.6	167.1	69.4	667.4	390.6	71.0	398.9	196.8	120.9	813.1
FBCF	82.3	6.7	141.2	152.5	8.2	390.9	93.5	7.1	195.9	180.0	9.9	486.4
Transferências de capital	238.3	42.8	169.4	14.6	61.2	276.5	297.1	63.9	203.0	16.8	111.0	326.7
(Sendo:												
Transf. para outros subsect.)	185.1	-	3.5	-	61.2	-	248.5	-	5.5	0.1	111.0	-
6.Poupança financeira	-566.2	-4.7	-23.9	-10.9	-26.9	-632.6	-530.5	-4.7	-36.7	-9.5	-7.4	-588.8
7.Activos financeiros	17.0	0.0	28.9	1.0	-0.4	46.5	5.6	-0.1	25.3	1.1	0.0	31.9
8.Saldo total	-583.2	-4.7	-52.8	-11.9	-26.5	-679.1	-536.1	-4.6	-62.0	-10.6	-7.4	-620.7

Fonte: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

guida nos últimos anos, recorrendo de novo ao crédito externo. Na sequência da crise cambial de Agosto as cedências de títulos de dívida interna e não residentes registaram uma acentuada diminuição.

O valor bruto da dívida interna titulada e externa registada do Estado, no final de 1992, situava-se em 63.8 por cento do PIB, o que representa uma diminuição de 3.4 pontos percentuais em relação a 1991.

2. Receitas públicas

As receitas totais do SPA, excluindo as receitas das privatizações, registaram, em 1992, uma taxa de crescimento de 23.1 por cento, passando o seu peso no PIB de 43.0 para 46.3 por cento. As receitas fiscais aumentaram 22.1 por cento, representando, em 1992, 38.2 por cento do PIB (35.7 por cento em 1991).

Quadro V.4

SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Taxas de crescimento e estrutura das receitas

	Taxas de crescimento – em percentagem			Estrutura – em percentagem do PIB		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Receitas correntes	20.0	22.0	7.7	40.4	43.2	42.6
Receitas fiscais	19.6	22.1	9.6	35.7	38.2	38.3
Impostos sobre o rendimento e o património	29.1	24.8	8.7	10.0	10.9	10.9
dos quais:						
Imposto s/o Rendimento das Pessoas Singulares (IRS)	33.3	33.7	7.8	6.1	7.2	7.1
Imposto s/o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC)	36.1	19.7	9.9	2.9	3.1	3.1
Contribuições para a Segurança Social	19.2	19.4	9.1	10.9	11.4	11.4
Impostos sobre bens e serviços	14.0	22.1	10.5	14.8	15.8	16.0
dos quais:						
Imposto s/o Valor Acrescentado (IVA)	15.6	31.0	19.3	6.4	7.4	8.0
Imposto sobre produtos petrolíferos (ISP)	23.7	17.2	5.9	3.1	3.2	3.1
Outras receitas correntes	23.6	21.4	-6.7	4.7	5.0	4.3
Receitas de capital	57.6	39.8	5.4	2.6	3.2	3.0
Receitas totais	21.5	23.1	7.5	43.0	46.3	45.6

Os impostos sobre o rendimento e o património tiveram um crescimento das receitas de 24.8 por cento. O IRS e o IRC viram a suas colectas aumentar em 33.7 e 19.7 por cento, respectivamente, excedendo claramente os valores orçamentados. O comportamento do IRS resultou, fundamentalmente, do forte acréscimo do rendimento disponível e, em particular, da massa salarial, muito acima da taxa a que foram actualizados os escalões. Tanto no caso do IRS como do IRC, tiveram lugar em 1992 colectas que normalmente teriam ocorrido em 1991 e em 1993, o que contribuiu significativamente para as elevadas taxas de crescimento observadas.

A implementação da harmonização fiscal comunitária, em 1992, traduziu-se numa alteração das taxas do IVA e num aumento dos impostos sobre o tabaco, o álcool e a cerveja, que se aproximaram dos níveis praticados na maior parte dos Estados-membros da CE. No que respeita ao IVA foi eliminada a taxa zero, passando os bens e serviços que dela beneficiavam a ser tributados a uma taxa reduzida de 5 por cento. A anterior taxa reduzida de 8 por cento foi abolida, passando alguns dos bens e serviços por ela abrangidos para a nova taxa de 5 por cento, e os restantes para a taxa normal. Esta passou de 17 para 16 por cento, mantendo-se a taxa agravada em 30 por cento.

A eliminação da taxa zero representou um importante alargamento da base de tributação, com o consequente efeito sobre a receita. Este foi reforçado pela tributação à taxa normal de muitos bens e serviços que antes beneficiavam da taxa reduzida. A redução da taxa normal teve um impacto no sentido inverso, mas de uma ordem de grandeza muito menor. O conjunto de alterações no IVA determinou um aumento no preço relativo dos bens alimentares e de alguns serviços.

Na sequência da harmonização fiscal implementada em 1992, os impostos sobre bens e serviços também apresentaram um forte aumento (22.1 por cento), excedendo largamente as taxas de crescimento do PIB e do consumo privado. As colectas do IVA, apesar de terem registado um crescimento de 31 por cento ficaram aquém da previsão orçamental em 65 milhões de contos. Tal terá resultado de três factores:

— As alterações à Proposta de Lei do Orçamento aprovadas na Assembleia da República, designadamente a que pas-

sou a tributação das empreitadas das autarquias da taxa normal para a taxa reduzida, não levaram a uma modificação do valor inscrito no OE.

— A previsão orçamental baseou-se na hipótese de que as novas taxas produziriam efeitos, em termos de receita, a partir de Abril. No entanto, o desfasamento da cobrança do IVA em relação ao momento em que é gerado o imposto levou a que a receita só fosse afectada de Maio em diante.

— O cenário macroeconómico que serviu de base à elaboração do OE-92 admitia um ligeiro aumento dos preços das importações, em escudos. A redução dos referidos preços efectivamente terá tido efeito sobre as receitas do IVA, em 1992, mesmo que não tenha sido repercutida nos preços internos. Isto porque a quebra da cobrança pelas Alfândegas no final do ano só será compensada pelo IVA interno no início de 1993.

As receitas do ISP aumentaram 17.2 por cento em 1992. Esta taxa não reflecte, no entanto, a evolução desse imposto, uma vez que o valor registado em 1991 corresponde à colecta de 11 e não 12 meses. Com efeito, em 1992, deixou de se atribuir a receita do ISP entrada em Janeiro ao ano anterior. O crescimento efectivo, 12 meses sobre 12 meses, terá sido ligeiramente inferior a 10 por cento.

O aumento excepcional das vendas de automóveis e as alterações introduzidas no Imposto Automóvel, em 1992, determinaram um forte crescimento das receitas deste imposto (64.2 por cento).

As contribuições sociais apresentaram, no seu conjunto, uma taxa de crescimento de 19.4 por cento: 12.5 para o regime geral e 44.1 por cento para o regime dos funcionários públicos. De notar, no entanto, que parte da transferência do Estado para a Caixa Geral de Aposentações, em 1992, teve a ver com prestações pagas no final de 1991. Corrigido este efeito, as contribuições para o regime dos funcionários públicos aumentaram 29.5 por cento.

Os juros recebidos pelo Estado continuaram a constituir a principal fonte de rendimentos de propriedade do SPA, tendo atingido os 169.7 milhões de contos, excluindo os juros pagos ao Estado por outros subsectores do SPA (76 milhões de contos em 1991). Este valor representa 5.3 por cento das receitas totais do Estado.

Em 1992, as privatizações proporcionaram ao Tesouro receitas no valor de 220.9 milhões de contos, muito abaixo dos 345 milhões de contos considerados no Orçamento. Tal ficou a dever-se à não realização de algumas operações previstas inicialmente e à efectivação de outras a preços inferiores aos admitidos nas avaliações preliminares

3. Despesas públicas

As despesas do Sector Público Administrativo, excluindo as despesas líquidas em activos financeiros, aumentaram 19.2 por cento, em 1992. O seu peso no PIB passou de 49.3 para 51.5 por cento. As despesas correntes e de capital apresentaram taxas de crescimento de 18.8 e 21.8 por cento, respectivamente.

Tal como tem acontecido nos últimos anos, as despesas de pessoal registaram um forte incremento: mais 19.2 por cento que em 1991. Esta evolução ficou a dever-se ao grande aumento das despesas do Estado com o regime de segurança social dos funcionários públicos e ao novo sistema retributivo dos trabalhadores da administração pública que, em 1992, envolveu o descongelamento dos escalões e a actualização dos índices dos professores do ensino não superior e de um subsídio específico do pessoal das forças militares e militarizadas.

O pagamento de juros também aumentou de forma muito acentuada: mais 22.8 por cento, devido fundamentalmente a um efeito de *stock*.

As transferências correntes mantiveram a tendência dos últimos anos, apresentando uma taxa de crescimento superior à do PIB (19.1 por cento contra 14.1 por cento). As pres-

Quadro V.5

SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Taxas de crescimento e estrutura das despesas

	Taxas de crescimento – em percentagem			Estrutura – em percentagem do PIB		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Despesas correntes	23.5	18.8	5.7	42.6	44.4	42.9
Bens e serviços	25.0	17.7	9.4	17.5	18.1	18.1
Subsídios	9.3	6.3	16.3	1.5	1.4	1.5
Juros da dívida	21.2	22.8	-6.3	8.4	9.0	7.7
Transferências correntes	24.6	19.1	7.2	15.2	15.8	15.5
Despesas de capital	22.2	21.8	8.1	6.7	7.2	7.1
FBCF	17.5	24.4	1.2	3.9	4.3	4.0
Transferências de capital	31.3	18.2	18.3	2.8	2.9	3.1
Activos financeiros	-50.2	-31.4	59.7	0.5	0.3	0.4
Despesas totais	21.7	18.7	6.3	49.8	51.8	50.4

tações da Segurança Social registaram um acréscimo de 19.0 por cento: 18.3 por cento para o regime geral e 21.6 por cento para o regime dos funcionários públicos.

As transferências correntes e de capital do Estado para a outras administrações públicas cifraram-se em 817.7 e 248.5 milhões de contos (mais 17.3 e 34.3 por cento do que no ano anterior, respectivamente).

As despesas de investimento do SPA, em 1992, aumentaram 24.4 por cento, o que representa uma significativa aceleração relativamente a 1991.

4. Financiamento e dívida

As necessidades de financiamento do Sector Público Administrativo, em 1992, ter-se-ão cifrado em 533.6 milhões de contos, o que corresponde a 4.7 por cento do PIB (5.5 por cento em 1991).

O financiamento do SPA, em 1992, foi marcado pela opção do Tesouro de se financiar, a partir de meados do ano essencialmente, pela utilização do saldo da conta de aplicação de BT no Banco de Portugal, reduzindo significativamente a colocação de BT no mercado primário. Entre o início de Julho e o final do ano, o saldo desta conta registou um decréscimo de 431.3 milhões de contos. Em contrapartida, as emissões de títulos de dívida pública quase se restringiram a certificados de aforro e a obrigações Tesouro Familiar. As alterações nas condições oferecidas dificultaram, no entanto, a sua colocação, na parte final do ano. Em Dezembro, foi emitido um Empréstimo Interno Amortizável no montante de 248.4 milhões de contos, colocado no Banco de Portugal, de forma a permitir o encerramento da conta corrente gratuita do Tesouro, dando cumprimento ao estabelecido no Tratado de Maastricht. Este empréstimo é a 10 anos e tem uma taxa de juro igual a 10 por cento da taxa base anual, no primeiro ano, aumentando até 100 por cento da referida taxa, no último ano.

A diminuição do saldo da conta de aplicação de BT no Banco de Portugal determinou um forte aumento do crédito líquido do Banco de Portugal ao SPA. Pelo contrário, a variação do crédito das OIM ao SPA foi pouco significativa. A crise cambial de Agosto determinou uma forte redução dos títulos de dívida interna na posse de não residentes. A maior parte foi absorvida pela carteira dos bancos, substituindo BT amortizados e não renovados. Tal como acontecera em 1991 os BT e CLIP na posse do público continuaram a diminuir.

Quadro V.6

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO[a]

Milhões de contos

	1990	1991	1992
Défice do Sector Público Administrativo	455.9	632.6	588.8
Activos financeiros	84.4	46.9	31.9
Outras operações	98.0	4.5	98.1
Receitas provenientes de alienações e afectas a amortizações de dívida	-105.1	-86.8	-176.7
Ajustamento - período complementar	-12.6	-21.8	0.4
Ajustamento - Segurança Social[b]	-6.6	-7.6	-8.5
Ajustamento - ISP[c]	-	-25.0	-
Total	514.0	542.8	534.0
Crédito interno líquido	562.3	385.3	849.0
Monetário	220.1	10.4	306.7
Bancário	39.6	217.7	391.1
Banco de Portugal	-207.5	-1181.4	306.6
Outras Instituições Monetárias	277.9	1415.0	88.1
do qual: aplicações financeiras	169.1	780.9	329.4
(-) Governos regionais	30.8	15.9	3.6
BT e CLIP na posse do público	180.5	-207.3	-84.4
Não monetário	323.8	302.2	461.1
do qual: certificados de aforro (líq.)	174.7	185.6	223.4
Crédito não titulado[d]	18.4	72.7	81.2
Crédito externo líquido (dívida registada)	-179.1	-130.6	-2.6
Cedências de títulos de dívida interna a não residentes (líq.)	151.4	385.0	-413.9
Disp. líq. s/o exterior do Tesouro[e]	0.4	-13.5	1.7
Ajustamento - bilhetes do Tesouro	-71.4	-88.5	78.2
Discrepância estatística	50.4	5.1	21.6

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.

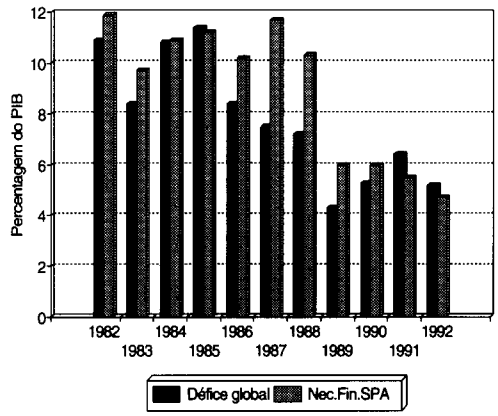
(c) Ajustamento devido à contabilização, em 1991, de apenas 11 meses de receitas do ISP, no saldo do Sector Público Administrativo.

(d) Os valores correspondem à variação de dívidas à Segurança Social e à contabilização dos juros das obrigações do tesouro Capitalização Automática. Em 1991 e 1992 incluem ainda o acréscimo de dívidas do Sector Público Administrativo.

(e) Aumento(-), diminuição(+).

Gráfico V.1

DÉFICE GLOBAL E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO (SPA)



Quadro V.7

DÉFICE E NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO

Percentagem do PIB

	1990	1991	1992
Défice do Sector Público Administrativo	5.3	6.4	5.2
Activos financeiros	1.0	0.5	0.3
Outras operações	1.1	0.0	0.9
Receitas provenientes de alienações e afectas a amortizações de dívida	-1.2	-0.9	-1.6
Ajustamento - período complementar	-0.1	-0.2	0.0
Ajustamento - Segurança Social	-0.1	-0.1	-0.1
Ajustamento - ISP	-	-0.3	-
Necessidades de financiamento	6.0	5.5	4.7

O crédito interno não monetário registou um forte aumento, explicado pela importância das emissões de títulos destinados exclusivamente às famílias (certificados de aforro e obrigações Tesouro Familiar).

O crédito externo líquido (dívida registada) manteve durante a maior parte de 1992, a tendência descendente observada nos últimos anos. No entanto, em Dezembro, o Tesouro interrompeu esta orientação, fazendo utilizações

Quadro V.8

DÍVIDA PÚBLICA DIRECTA EFECTIVA

Saldos em fim de período

	1990	1991	1992[P]
Em milhões de contos			
Dívida Interna[(a)]	5033.0	6142.3	6684.5
Certificados de aforro	540.2	823.2	1192.8
Bilhetes do Tesouro	961.3	1339.7	1060.9
Crédito por Leilão ao Investimento Público (CLIP)	429.0	429.0	320.0
Obrigações do Tesouro	2926.6	3522.9	4070.3
Fundos de Investimento Público (FIP)	1042.8	1836.0	1877.5
Obrigações de Capitalização Automática	320.3	380.4	366.6
Obrigações do Tesouro – médio prazo	75.4	513.2	561.7
Outras obrigações do Tesouro	1488.1	793.3	1264.5
Outros	175.9	27.5	40.5
Dívida Externa[(b)]	672.5	535.1	543.5
Total	5705.5	6677.4	7228.0
Por memória:			
Depósitos do Tesouro	547.5	1133.7	838.7
Em percentagem do PIB			
Dívida Interna	58.8	61.8	59.0
Dívida Externa	7.9	5.4	4.8
Total	66.7	67.2	63.8
Estrutura (em percentagem)			
Dívida Interna	88.2	92.0	92.5
Dívida Externa	11.8	8.0	7.5

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) e ex-Fundo de Abastecimento.

(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).

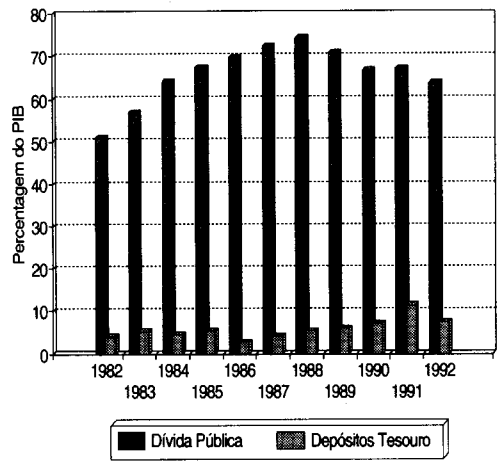
importantes de empréstimos externos. No conjunto do ano o crédito externo líquido manteve-se praticamente invariante.

A dívida interna titulada e externa registado do Estado, em termos brutos, ascendia, no final de 1992, a 7228 milhões de contos (mais 550.6 milhões de contos que um ano antes[(4)]). Este valor corresponde a 63.8 por cento do

(4) Tomando os BT pelo valor líquido à data de emissão. Com os BT ao valor nominal, o valor seria de 7360.5 milhões de contos, ou seja 64.9 por cento do PIB.

Gráfico V.2

DÍVIDA PÚBLICA DIRECTA BRUTA E DEPÓSITOS DO TESOURO



PIB, ou seja, menos 3.4 pontos percentuais que em 1991. A dívida externa registada continuou a diminuir o seu peso no total, passando de 8.0 para 7.5 por cento. A dívida interna do Estado na posse de não residentes, no final de 1992, representava apenas 2.1 por cento da dívida interna titulada e externa registada do Estado (8.5 por cento em 1991).

Os depósitos do Tesouro ascendiam, no final de 1992, a 838.7 milhões de contos, ou seja 7.4 por cento do PIB (11.4 em 1991). A dívida interna titulada e externa registada do Estado líquida destes depósitos correspondia a 56 por

Em percentagem

	1990	1991	1992
Taxa de juro implícita nominal			
Dívida interna[(a)]	14.7	15.8	17.8
Dívida externa	8.2	7.1	6.6
Taxa de juro implícita real da dívida interna			
Com preços no consumidor	1.3	4.4	8.9
Com deflacionador do PIB	0.2	2.2	5.4

Nota:

(a) Não inclui a dívida representada por certificados de aforro.

cento do PIB, ou seja, mais 1.2 pontos percentuais do que em 1991. De notar, no entanto, que no final de Dezembro, com a eliminação da conta corrente do Tesouro no Banco de Portugal, se deu uma substituição de crédito não titulado por crédito titulado ao Estado, no valor de 248.4 milhões de contos (2.2 por cento do PIB).

5. Fluxos financeiros com a Comunidade Europeia

O saldo das relações financeiras entre Portugal e a Comunidade Europeia registou um forte acréscimo, em 1992, atingindo 411.4 milhões de contos[5]. Este valor corresponde a 3.6 por cento do PIB (1.7 por cento de 1991).

As transferências comunitárias para Portugal totalizaram 557.7 milhões de contos, ou seja 4.9 por cento do PIB (3 por cento em 1991). Os fundos estruturais FEDER, FSE, Feoga – Orientação e PEDIP representaram 85.6 por cento do total. As transferências do Feoga – Orientação, do FEDER e do FSE apresentaram elevadas taxas de crescimento (56.4, 87 e 335.7 por cento respectivamente), embora, em parte, explicadas pelo pagamento, em 1992, de transferências referentes ao exercício de 1991. As transferências do FEOGA-Garantia também aumentaram substancialmente (31.5 por cento).

As transferências de Portugal para o orçamento comunitário ascenderam, em 1992, a 146.3 milhões de contos (1.3 por cento do PIB), ou seja mais 12.4 por cento em 1991. Este crescimento foi determinado, exclusivamente, pela contribuição financeira a título dos recursos IVA e PNB. Pelo contrário os pagamentos referentes aos recursos próprios tradicionais – direitos aduaneiros e direitos niveladores agrícolas – diminuíram ligeiramente.

(5) Numa óptica de caixa.

Quadro V.10

FLUXOS FINANCEIROS COM A COMUNIDADE EUROPEIA

Milhões de contos

	1990	1991	1992[P]
1.Pagamentos	94.8	130.2	146.3
Contribuição financeira	63.3	88.7	108.7
Dir. aduan. e dir. niveladores agrícolas	27.7	37.7	36.6
Outros pagamentos (ou devoluções)	3.8	3.8	1.0
2.Recebimentos	215.5	300.8	557.7
Reemb. da contribuição financeira	15.1	8.4	0.3
FEOGA-Garantia[a]	38.3	56.6	74.4
FEOGA-Orientação[b]	40.6	41.3	64.6
FEDER[c]	74.1	147.3	275.5
FSE[d]	29.7	26.6	115.9
PEDIP-Linha Orçamental Específica[e]	17.6	20.3	21.2
Outros recebimentos	0.1	0.3	5.8
3.Saldo(2-1)	120.7	170.6	411.4
(em percentagem do PIB)	1.4	1.7	3.6

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.

OS ORÇAMENTOS DO ESTADO E DA SEGURANÇA SOCIAL

O Programa de Convergência Q2, no que respeita ao período 1993-95, fixa os limites das despesas nominais do Estado e do SPA sem juros para a média dos três anos: 3.1 e 5.3 mil milhões de contos, respectivamente. Os valores considerados no Orçamento do Estado para 1993 (OE-93) são compatíveis com o Q2. De notar, no entanto, que os objectivos fixados são ambiciosos face á evolução recente das despesas públicas e às perspectivas de aumento do investimento público. Dado que uma redução das despesas com juros não permite um acréscimo de outras despesas é indispensável uma forte contenção das despesas correntes, designadamente em pessoal e em transferências. Deve sublinhar-se ainda que os objectivos definidos para o triénio representarão uma restrição tanto mais forte quanto mais elevada for a taxa de inflação. Com efeito, se a inflação observada ultrapassar o objectivo:

- *o valor real das despesas será inferior ao programado, dado que o princípio da não acomodação exclui a revisão dos objectivos para as despesas nominais;*
- *a carga fiscal aumenta, uma vez que os escalões do IRS são actualizados de acordo com o objectivo para a inflação.*

A projecção das Contas Nacionais do SPA que decorre do OE-93 aponta para um défice global (sem activos financeiros) correspondente a 4.4 por cento do PIB (5.2 por cento em 1992). A diminuição relativa do défice será determinada, em larga medida, pela redução das despesas com juros (-6.3 por cento). Assim, o saldo primário registará uma descida de 3.8 para 3.3 por cento do PIB, podendo suscitar algumas dúvidas em relação ao rigor do OE-93. No entanto, o decréscimo previsto das receitas de juros, na ausência de desvios significativos na execução orçamental, aponta para um saldo primário ajustado superior ao de 1992, sugerindo que a política orçamental será efectivamente mais restritiva em 1993.

De acordo com o OE-93 as receitas das privatizações e a regularização de dívidas cifrar-se-ão em 225 e 99 milhões de contos, respectivamente. Assim, se a previsão orçamental do défice se revelar correcta, as necessidades de financiamento do SPA atingirão, em 1993, 4.1 por cento do PIB (4.7 por cento em 1992).

Ao contrário do que se tem verificado nos últimos anos, os valores orçamentados conduzem a uma redução do peso das receitas e despesas do SPA no PIB. As despesas totais, excluindo as despesas líquidas em activos financeiros, deverão aumentar apenas 6 por cento. Para esta evolução contribui decisivamente a redução das despesas com juros, resultante da descida das taxas de juro e da diminuição do saldo de BT resultante da interrupção das emissões para fins de política monetária. De acordo com as previsões orçamentais as despesas sem juros terão um acréscimo de 8.6 por cento.

O OE-93 põe uma ênfase especial no controlo das despesas, em particular das despesas de funcionamento. Estas incluem as despesas com pessoal (excluindo as despesas "sociais") e a maior parte das despesas com bens e serviços. Assim, o crescimento nominal do consumo público relativamente à execução de 1992 deverá ser de 9.5 por cento (8.5 para o pessoal e 13.9 para os bens e serviços). As transferências correntes aumentarão apenas 7.2 por cento.

Relativamente às despesas de capital prevê-se um crescimento de 8.1 por cento. As despesas do PIDAAC deverão ter um acréscimo de cerca de 12 por cento.

De acordo com o OE-93 as receitas totais do SPA terão um crescimento de 7.5 por cento, com as receitas correntes a aumentarem 7.7 por cento e as receitas de capital 5.4 por cento.

As receitas dos impostos sobre o rendimento e o património deverão aumentar 8.7 por cento. Os escalões e deduções do IRS são actualizados em cerca de 6 por cento (valor médio do objectivo para a inflação). Esta medida poderá, ou não, levar a um agravamento de carga fiscal, consoante a evolução do rendimento das famílias, designadamente dos salários. A previsão para a receita do IRS representa apenas um crescimento de 6.8 por cento face à estimativa de execução de 1992 (10.8 por cento em relação ao valor inscrito no OE-92), o que provavelmente subestima as receitas que de facto se virão a obter.

O valor orçamentado para a receita do IRC, pelo contrário, parece demasiado elevado. A taxa de crescimento prevista de 16.1 por cento é, contudo, justificada no OE, com base nos bons resultados esperados para 1992 nos

sectores que têm proporcionado o essencial das receitas deste imposto, na redução dos benefícios fiscais associados ao anterior sistema fiscal e na descida das taxas de juro.

O OE-93 admite que os impostos sobre bens e serviços aumentarão 10.5 por cento, estando prevista uma actualização das componentes unitárias dos impostos sobre consumos específicos em 6 por cento.

No que se refere ao ISP está previsto um acréscimo de receita de 5.9 por cento.

A receita prevista para o IVA ascende a 995 milhões de contos (745 com a estrutura de 1991 e 250 resultantes da harmonização realizada em 1992). O valor orçamentado pressupõe que cerca de 86 m.c. não serão recebidos em 1993, dado que as Alfândegas deixam de cobrar IVA nas transacções intracomunitárias, originando um alargamento do desfasamento de cobrança. O total das receitas previstas representa um acréscimo de cerca de 19.2 por cento relativamente ao valor que se estima para 1992 (835 m.c.). Note-se que esta taxa é influenciada positivamente, pelo facto de a nova estrutura de taxas só ter começado a ser aplicada no final de Março de 1992 com efeitos na cobrança em Maio-Junho e negativamente pelo alargamento do desfasamento de cobrança. Admitindo que, em 1992, as novas taxas se tinham aplicado durante todo o ano (implicando uma receita adicional de cerca de 120 m.c.) e que não havia alteração no desfasamento de cobrança em 1993, obter-se-ia uma taxa de cres-

Quadro 1

PROJECÇÃO DAS CONTAS NACIONAIS DO SECTOR PÚBLICO ADMINISTRATIVO PARA 1993

Milhões de contos

	Administração Central					
	Estado	Fundos Privativos	Fundos e Serviços Autónomos	Administração Local	Segurança Social	Total
1. Receitas correntes	3349.7	35.0	1013.0	286.1	1537.8	5273.2
Impostos sobre o rendimento e o património	1278.7	-	-	67.5	-	1346.2
Contribuições sociais	-	-	-	-	1415.2	1415.2
Impostos sobre bens e serviços	1845.9	9.8	40.2	74.0	9.0	1978.9
Outras receitas correntes	225.1	25.2	972.8	144.6	113.6	532.9
(Sendo:Transf. de outros subsectores)	0.3	4.1	734.9	112.9	96.2	-
2. Despesas correntes	3468.9	38.5	973.0	245.6	1537.1	5314.7
Bens e serviços	1315.5	34.8	628.6	215.5	48.3	2242.7
Subsídios	56.4	0.7	133.2	-	-	190.3
Juros da dívida pública	931.1	-	12.0	14.0	-	957.1
Transferências correntes	1165.9	3.0	199.2	16.1	1488.8	1924.6
(Sendo:Transf. para outros subsectores)	891.7	0.1	7.0	0.8	48.8	-
3. Poupança corrente	-119.2	-3.5	40.0	40.5	0.7	-41.5
4. Receitas de capital	56.3	6.0	376.9	171.5	115.8	376.8
(Sendo:Transf. de outros subsectores)	0.4	5.5	253.5	86.5	3.8	-
5. Despesas de capital	423.1	7.1	445.1	225.8	127.5	878.9
FBCF	95.1	6.6	174.3	207.0	9.4	492.4
Transferências de capital	328.0	0.5	270.8	18.8	118.1	386.5
(Sendo:Transf. para outros subsectores)	279.9	0.1	3.2	-	66.5	-
6. Poupança financeira	-486.0	-4.6	-28.2	-13.8	-11.0	-543.6
7. Activos financeiros	8.3	-	41.6	1.0	-	50.9
8. Saldo total	-494.3	-4.6	-69.8	-14.8	-11.0	-594.5

Fonte: Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

cimento da ordem dos 13 por cento. Apesar do efeito da descida do preço das importações sobre a distribuição das receitas entre 1992 e 1993, havendo alterações significativas na base de incidência e considerando o ritmo de crescimento do consumo privado subjacente ao OE (11 por cento), esta previsão orçamental deverá ser vista como um limite superior e não como a melhor estimativa para as receitas do IVA, em 1993.

A receita do imposto de selo apresenta um pequeno crescimento (2.7 por cento) devido à descida esperada das taxas de juro.

O Orçamento da Segurança Social (regime geral) prevê um crescimento das contribuições sociais de 10.9 por cento, o que, atendendo ao aumento esperado da massa salarial do sector privado, só parece atingível se se verificar uma redução significativa das contribuições em dívida.

As previsões para o crescimento da economia portuguesa, em 1993, têm sido revistas para baixo nos últimos meses, acompanhando a tendência nos outros países membros da Comunidade Europeia. Um crescimento mais lento que o considerado no cenário que serviu de base à elaboração do OE-93 porá em causa algumas previsões orçamentais, designadamente em relação às receitas fiscais e às despesas com subsídios de desemprego.

Capítulo VI

SITUAÇÃO MONETÁRIA, CAMBIAL E FINANCEIRA

1. Política monetária e cambial

1.1 Apreciação global

A condução da política monetária e cambial no decurso de 1992 teve como pano de fundo um abrandamento da economia nacional e a manutenção a nível elevado do crescimento dos preços, se bem que tenha ocorrido na segunda metade do ano uma retoma da trajectória de redução progressiva da taxa de inflação. Estes factos enquadram-se numa conjuntura internacional particularmente negativa, com a actividade económica dos principais parceiros comunitários de Portugal a arrefecer significativamente, não se tendo materializado a recuperação prevista para o segundo semestre. Este arrefecimento foi acompanhado por uma moderação da inflação, traduzida numa redução sensível do crescimento médio do índice de preços no consumidor na Comunidade entre Junho e Dezembro.

Em Portugal, não obstante a aludida desaceleração da inflação na segunda metade do ano, não se registaram progressos sensíveis no que diz respeito ao diferencial de crescimento dos preços relativamente à CE, mantendo-se, em Dezembro, um valor idêntico ao observado no final do ano anterior (cerca de 5 pontos percentuais). A resistência da inflação à descida ocorreu apesar do impulso desinflacionista proveniente do exterior: os preços em escudos dos bens importados desceram 4.5 por cento, reflectindo a evolução dos preços externos e a apreciação do escudo (3 por cento, em termos de taxa de câmbio efectiva).

A continuação da pressão para o crescimento dos preços terá sido, assim, de origem interna, merecendo particular destaque a este respeito a manutenção de tensões inflacionistas no sector dos não transaccionáveis, bem como os desenvolvimentos ocorridos no mercado de trabalho. Em termos agregados, os ganhos obtidos ao nível do abrandamento do crescimento dos salários nominais terão sido insuficientes. Nos sectores mais expostos à concorrência externa, dada a limitação imposta à capacidade de transmitir aumentos de custos aos preços, a insuficiente contenção salarial traduziu-se por um estreitamento das margens empresariais, não obstante a evolução favorável dos preços de bens intermédios importados.

Um dado novo relativamente ao verificado nos dois anos anteriores prende-se com a alteração do *mix* de política monetária *versus* orçamental. Com efeito, assistiu-se em 1992 a um aumento de cerca de 1 por cento do PIB do saldo primário ajustado do sector público administrativo, o qual foi acompanhado por um menor grau de restritividade da política monetária, patente em descidas importantes de taxas de juro que oscilaram entre 2 e 4 pontos percentuais.

Esta mudança na política monetária esteve associada a uma alteração explícita do respectivo objectivo intermédio, com a adesão do escudo ao mecanismo de taxas de câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME) e subsequente liberalização dos movimentos de capitais com o exterior. A adesão do escudo ao MTC veio alterar o enquadramento da política

monetária, formalizando a ligação a um conjunto de economias com elevada estabilidade nominal e sinalizando claramente o empenho das autoridades portuguesas na prossecução de uma política cambial não acomodatícia. A decisão de liberalizar os movimentos de capitais veio estreitar consideravelmente (no limite, eliminando) a margem de autonomia da política monetária interna e envolveu riscos significativos e claros de que as autoridades monetárias estavam conscientes.

Com efeito, num contexto de livre circulação de capitais e participação no MTC do SME, a margem de manobra da política monetária interna desaparece virtualmente, com excepção do espaço proporcionado pela banda de flutuação do escudo naquele mecanismo cambial. Mais concretamente, deixa de ser viável a prossecução duma política baseada em orientações quantitativas para a liquidez da economia, ficando as taxas de juro instrumentais inteiramente afectas à manutenção da moeda nacional dentro dos limites de flutuação definidos. Neste quadro, a postura anti-inflacionista da política monetária e cambial – que ficam virtualmente unificadas – passa a assentar praticamente em exclusivo na disciplina imposta pela ligação a um conjunto de moedas de economias com elevada estabilidade nominal. A prazo, na medida em que essas economias mantenham baixos níveis de inflação, esta ligação proporciona à economia portuguesa uma âncora nominal que tende a assegurar a prossecução do processo desinflacionista. No curto prazo, no entanto, a liberalização das entradas de capitais tende a induzir uma queda das taxas de juro nominais e, na medida em que o ajustamento da inflação e das expectativas inflacionistas se processe mais lentamente, uma quebra das taxas de juro reais.

Para obviar a que a materialização destes riscos conduzisse a um afrouxamento indevido e prematuro da política económica no seu conjunto no curto prazo, era importante, do ponto de vista das autoridades monetárias, chamar a atenção para a necessidade de complementar a medida então anunciada com um reforço do papel da política orçamental no combate à inflação. Tratava-se, no fundo, de salientar que a medida adoptada não deveria ser interpretada como um enfraquecimento da postura da política económica, mas sim como um passo no sentido da melhoria do *policy-mix*, cuja necessidade era clara para as autoridades. Deste modo, no próprio comunicado do Banco de Portugal que anunciava a liberalização era apresentada uma nota explicativa neste sentido. As projecções orçamentais apresentadas posteriormente, já em Outubro, enquadraram-se nesta mesma ordem de ideias, apontando para uma continuação do processo de consolidação fiscal em 1993.

A envolvente externa afectou também a condução da política monetária em Portugal, duma forma mais directa e notória, através das perturbações decorrentes da crise cambial do Sistema Monetário Europeu (SME) em Setembro, e os subsequentes surtos de instabilidade cambial. A crise do SME veio pôr fim a cinco anos de virtual estabilidade da grelha de paridades no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC), e veio questionar a forma e ritmo de progressão para a União Económica e Monetária (UEM). As autoridades monetárias portuguesas reagiram a esta crise reafirmando o seu empenho na estabilidade da taxa de câmbio do escudo, como meio de prosseguir o processo de estabilização nominal da economia no quadro do programa de convergência aprovado. Com efeito, a crise cambial e os sucessivos desenvolvimentos que lhe estiveram associados, incluindo o ataque especulativo contra o escudo, não justificaram, no entender do Banco de Portugal, uma alteração da política que vinha sendo prosseguida.

Este conjunto de desenvolvimentos tornou a execução da política monetária e cambial particularmente complexa, requerendo uma grande flexibilidade na actuação das autoridades monetárias, no sentido de proporcionar a resposta adequada às variadas perturbações de curto prazo sem perder de vista a continuação da prossecução do objectivo de controlo da inflação, no contexto duma abordagem firmemente orientada para o médio prazo.

1.2 Execução da política monetária e cambial

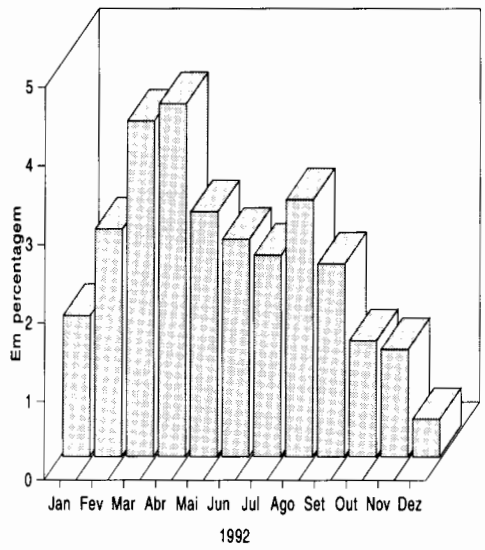
1.2.1 A execução da política monetária no primeiro trimestre

No final de Janeiro o Banco de Portugal anunciou que considerava como elemento essencial para a consolidação das expectativas desinflacionistas, a recondução do crescimento dos agregados monetários e de crédito para uma trajectória mais compatível com o abrandamento sustentado da procura nominal, estabelecendo como meta, para o final de 1992, um crescimento de 12 por cento do agregado L^-, o qual seria aproximado progressivamente ao longo do ano. Esta orientação tinha subjacente os objectivos do Governo de 8 por cento para a inflação e de cerca de 3 por cento para o crescimento real do produto.

O primeiro trimestre do ano foi marcado por um crescimento muito rápido e em aceleração do agregado L^-, bastante acima da trajectória de abrandamento progressivo definida no programa monetário. Este desvio crescente do ritmo de expansão da liquidez da economia relativamente à orientação quantitativa pré-fixada, que ascendeu a 4.3 pontos percentuais em Março[1] (gráfico VI.1), condicionou marcadamente a tomada de decisões de política monetária neste período. Assim, não obstante o objectivo final da política monetária – a taxa de inflação – ter apresentado uma evolução favorável nos primeiros dois meses do ano, o banco optou por apenas descer a sua taxa de cedência regular de liquidez, mantendo inalterada a sua principal taxa de intervenção regular – a taxa de absorção –, já que a intervenção do Banco se tem localizado normalmente do lado do passivo do seu balanço. A taxa de cedência regular foi reduzida por duas vezes, a 19 de Fevereiro e a 19 de Março, situando-se em 18.9375 por cento no final do trimestre, o que corresponde a uma descida de 1.0625 pontos percentuais relativamente a Dezembro do ano anterior e a um estreitamento da banda de intervenção regular (quadro VI.1). Assim, através da conjugação da descida da taxa de cedência com a manutenção da taxa de absorção, o Banco fornecia um sinal ao mercado de que esperava que, a breve trecho, a política não acomodatícia prosseguida se fizesse sentir sobre a procura nominal, mas a necessidade de absorção de liquidez não permitia um enfraquecimento da política.

Gráfico VI.1

DESVIOS ENTRE VALORES OBSERVADOS E PROGRAMADOS DE L^-



Nota: No contexto da liberalização dos movimentos de capital, os valores considerados como programados deixaram de ter um carácter vinculativo, pelo que foram tomados apenas a título indicativo.

No curto prazo, o Banco continuou a aceitar desvios elevados do crescimento da liquidez da economia relativamente ao programado, prosseguindo uma aproximação flexível à orientação quantitativa intermédia da política monetária. Não obstante, conforme referido, a evolução dos agregados monetários não deixou de constituir matéria de forte preocupação por parte do banco central, uma vez que, embora existindo incerteza quanto à natureza das causas subjacentes ao vigor dos agregados

(1) Apesar da redução do ritmo de crescimento do agregado L^-, este desvio atingiria o seu máximo em Abril com 4.5 pontos percentuais.

Quadro VI.1

TAXAS DE JURO OFICIAIS DE OPERAÇÕES REGULARES DE CEDÊNCIA E ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ E DE REMUNERAÇÃO DE DISPONIBILIDADES MÍNIMAS DE CAIXA

Percentagem

	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez	Remuneração de disponibilidades mínimas de caixa[a]
1991			
12 Novembro	20.0000	15.6225	
1992			
19 Fevereiro	19.5000	15.6250	
19 Março	18.9375	15.6250	
06 Abril	17.9375	15.3750	15.3750
06 Julho			14.5000
13 Julho	17.7500	15.2500	
12 Agosto	17.0000	15.0000	
19 Agosto	16.0000	14.0000	
21 Setembro	Suspensa	Suspensa	
04 Outubro			13.2500
12 Outubro		14.0000	
26 Novembro		Suspensa	
04 Dezembro		14.0000	

Nota:
(a) Taxa de remuneração marginal.

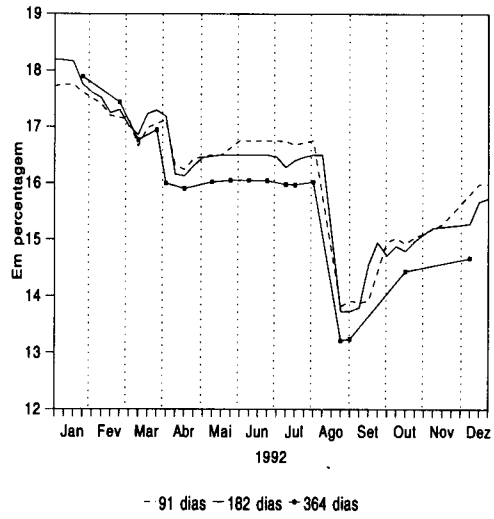
monetários, havia alguns indícios de que este poderia estar mais relacionado com um crescimento excessivo da procura nominal. De facto, o processo de reintermediação bancária que havia afectado acentuadamente a evolução dos agregados monetários na segunda metade do ano anterior, era então menos nítido, se bem que se continuasse a assistir a um aumento da remuneração relativa dos activos monetários relativamente às aplicações em dívida pública.

Entretanto, os agentes económicos continuavam a ter expectativas de descida das taxas de juro, como é ilustrado pela evolução dos mercados financeiros nos primeiros três meses do ano. No que diz respeito ao mercado primário de bilhetes do Tesouro, é de realçar a forte procura nos prazos mais longos que excedeu largamente os montantes anunciados, conjugada com uma menor procura no prazo de 91 dias. As vultuosas colocações de bilhetes do Tesouro no mercado primário foram acompanhadas por uma descida das taxas de juro, ao longo do trimestre, a qual foi crescente com os prazos (0.7, 1 e 1.1 pontos percentuais, respectivamente para os bilhetes a 91, 182 e 364 dias) (gráfico VI.2). Esta redução das taxas de juro dos bilhetes do Tesouro transmitiu-se ra-

Gráfico VI.2

BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

Taxas médias ponderadas semanais



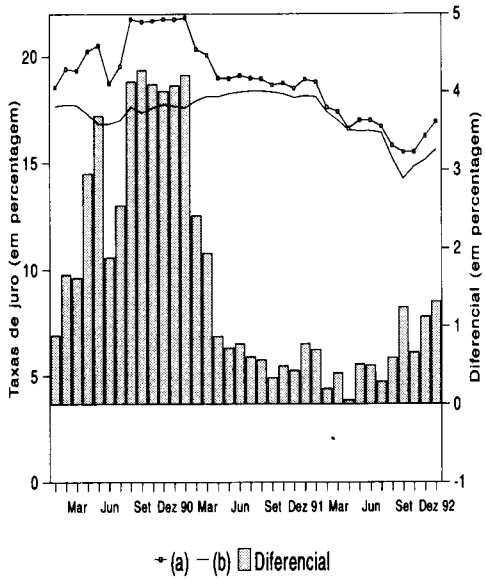
pidamente às taxas de juro praticadas pelos bancos na concessão de crédito aos seus melhores clientes (designadamente, no crédito sindicado em regime de leilão), observando-se de novo uma diminuição do diferencial entre estas duas taxas para um nível idêntico ao do final do ano transacto (gráfico VI.3B). Também no mercado monetário interbancário se assistiu a uma descida gradual e generalizada das taxas de juro neste período (gráfico VI.4).

A situação vivida no mercado primário de dívida pública indexada continuou a ser influenciada pela restrição introduzida em Julho de 1991 no sentido de sujeitar a autorização prévia por parte do Banco de Portugal as ven-

Gráfico VI.3

PRÉMIOS DE RISCO

A – Taxa de juro do crédito por carteira comercial *versus* bilhetes do Tesouro

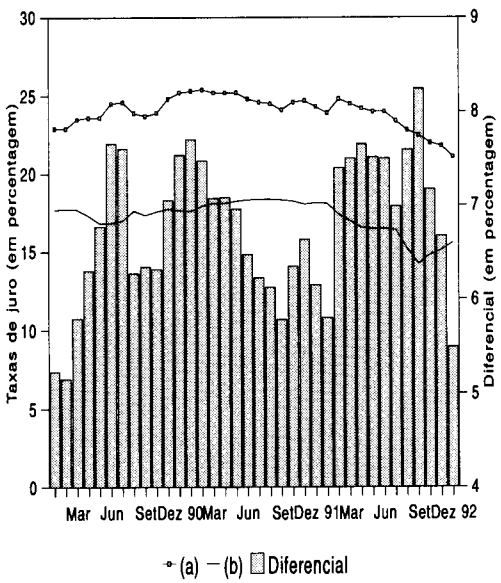


Notas:

(a) Carteira comercial referente a empresas privadas não financeiras (181 dias – 1 ano), excluindo observações anómalas.

(b) Bilhetes do Tesouro – mercado primário (182 dias).

B – Taxa de juro do crédito sindicado *versus* bilhetes do Tesouro



Notas:

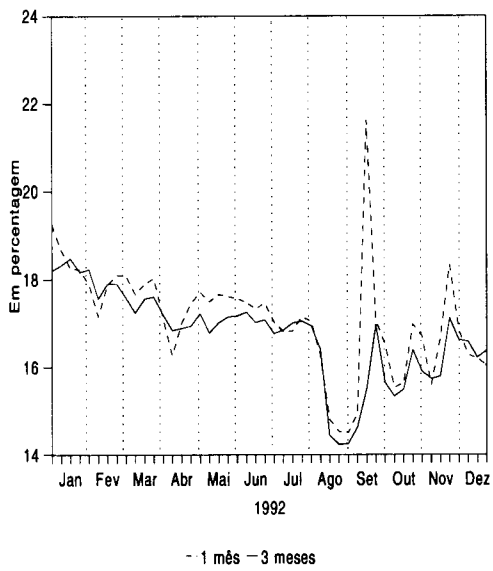
(a) Crédito sindicado a empresas públicas não financeiras, liderado pelo Banco Chemical (6 meses), excluindo comissões.

(b) Bilhetes do Tesouro – mercado primário (182 dias).

Gráfico VI.4

MERCADO MONETÁRIO INTERBANCÁRIO

Taxas de juro médias semanais



das a não residentes de títulos de dívida indexada[2], o que se reflectiu numa redução dos montantes colocados junto de não residentes, por contrapartida de um aumento das aplicações nestes títulos levadas a cabo pelo sector residente não bancário. Contudo, aquela restrição não impediu uma forte procura nos leilões de mercado primário e a continuação da descida da respectiva taxa de rendibilidade em mercado secundário.

As barreiras impostas às vendas de títulos de taxa indexada favoreceram as aquisições de obrigações do Tesouro a taxa fixa por não residentes, as quais mantiveram a sua atractividade para estes tomadores, não obstante a drástica redução – ocorrida na segunda metade do ano transacto – do diferencial de rendibilidade das aplicações de longo prazo em escudos face às denominadas em outras moedas de alto rendimento, designadamente em pesetas e liras, bem como, em princípio, o maior risco

(2) Esta medida viria a ser prorrogada até final de Abril de 1992 e posteriormente até ao fim de Junho e de Agosto deste ano.

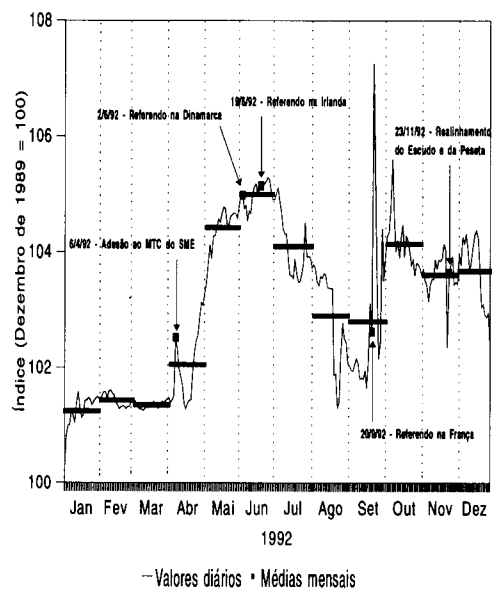
cambial associado ao escudo por, ao contrário daquelas duas moedas, não pertencer ainda ao mecanismo de taxa de câmbio do SME. No decurso do primeiro trimestre do ano, a taxa de rendibilidade das obrigações do Tesouro a taxa fixa com prazo residual de três anos continuou a reduzir-se, embora de forma muito menos acentuada do que no ano anterior, mantendo-se relativamente constantes os diferenciais de rendibilidade face a aplicações idênticas denominadas em pesetas e liras, os quais denotaram alguma recuperação face aos níveis observados no final do ano anterior.

No domínio cambial, o escudo apreciou-se fortemente em Janeiro (em média, 2.1 por cento em termos efectivos face ao mês anterior) (gráfico VI.5). Este movimento constituiu uma recuperação relativamente ao baixo nível atingido pelo escudo em Dezembro do ano transacto, na sequência da incerteza gerada nos mercados cambiais pela crise de algumas moedas com ligações informais ao ECU e dos ajustamentos de balanço levados a cabo no final do ano. A renovada procura de escudos, por parte de não residentes, que reflectiu a permanência de diferenciais de taxa de juro favoráveis à moeda nacional, esteve também presumivelmente associada à privatização do Banco Espírito Santo & Comercial de Lisboa agendada para Fevereiro.

A pressão para a apreciação do escudo permaneceu em Fevereiro e Março, sendo contrariada por importantes intervenções do Banco de Portugal no mercado cambial, o que, em conjunto com vultuosas compras de moeda estrangeira à Direcção-Geral do Tesouro, se traduziu num forte aumento das reservas cambiais (gráfico VI.6). Tendo em vista esterilizar o impacto sobre a base monetária desta importante criação de liquidez por via externa, o Banco de Portugal procedeu regularmente a operações de absorção de liquidez (quadro VI.2 e gráfico VI.7) instrumentadas por títulos de regularização monetária (TRM), as

Gráfico VI.5

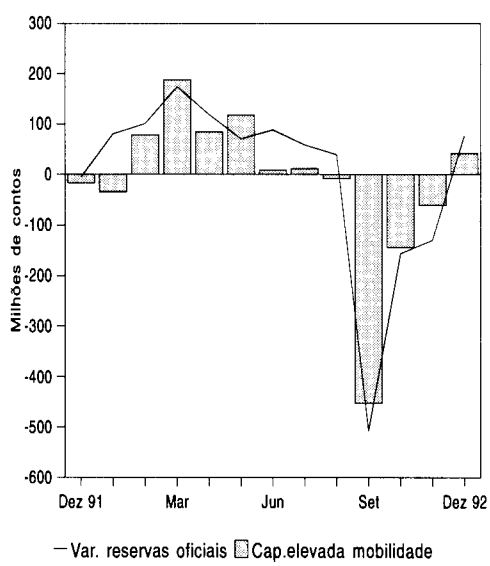
TAXA DE CÂMBIO EFECTIVA DO ESCUDO



Apreciação (+) Depreciação (-) mensal da taxa de câmbio efectiva do escudo em 1992 (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
	2.1	0.2	-0.1	0.7	2.3	0.5	-0.9	-1.2	-0.1	1.3	-0.5	0.1

Gráfico VI.6

VARIAÇÃO DE RESERVAS OFICIAIS LÍQUIDAS E CAPITAIS DE ELEVADA MOBILIDADE[a]



Nota:

(a) Inclui dívida externa não organizada, aplicações em títulos, outras operações de médio e longo prazos (créditos comerciais, empréstimos financeiros e outras disponibilidades), outras operações de curto prazo, erros e omissões e variação da posição externa de curto prazo das OIM.

Quadro VI.2

CONTRAPARTIDAS DA BASE MONETÁRIA

Variações de médias de valores diários[a]

Milhões de contos

	Base Monetária		Contrapartidas				
	da qual:		Contrapartida Externa	Contrapartida Interna excluindo Intervenção	Intervenção[b]		
		Depósitos instituições financeiras			Total	Absorção	Cedência
1991	404.3	339.4	585.4	179.9	-360.9	367.0	-727.9
1992	328.2	298.4	-285.5	605.3	8.2	90.8	-82.6
Janeiro	-23.0	20.7	20.6	33.6	-77.2	-20.4	-56.8
Fevereiro	9.1	32.4	89.6	37.8	-118.2	-96.4	-21.8
Março	27.3	23.9	115.6	22.8	-111.2	-105.1	-6.1
Abril	39.1	30.8	136.2	3.9	-101.1	-122.1	21.0
Maio	18.0	19.3	34.3	54.2	-70.6	-89.3	18.7
Junho	28.4	17.6	85.5	47.0	-104.0	-43.1	-60.9
Julho	92.7	51.5	43.3	81.6	-32.4	-25.5	-6.9
Semana I	35.5	27.0	6.6	20.5	8.7	13.7	-5.0
Semana II	-10.3	-0.7	-3.2	38.7	-45.8	-37.9	-7.9
Semana III	6.2	0.2	0.0	0.7	5.5	5.5	0.0
Semana IV	67.7	13.7	23.6	-6.0	50.2	28.4	21.8
Agosto	76.3	30.0	112.5	-10.5	-25.6	-21.8	-3.8
Semana I	46.0	15.8	62.2	-9.5	-6.7	7.8	-14.5
Semana II	-20.4	3.3	67.8	6.6	-94.7	-87.4	-7.3
Semana III	-25.1	-5.8	25.3	-58.1	7.8	3.6	4.2
Semana IV	34.3	17.5	-99.9	62.0	72.1	70.3	1.8
Setembro	-36.0	8.3	-358.7	99.2	223.5	150.2	73.3
Semana I	-17.8	-2.6	-59.2	37.4	4.1	10.1	-6.0
Semana II	-33.2	-2.8	-154.5	55.8	65.5	58.3	7.2
Semana III	-23.8	-5.9	-247.3	-17.1	240.6	77.3	163.3
Semana IV	41.2	20.1	-80.4	43.6	78.0	111.2	-33.2
Outubro	-7.1	7.6	-296.0	56.8	232.1	277.3	-45.2
Semana I	11.4	0.1	-35.0	48.9	-2.5	106.8	-109.3
Semana II	-35.9	-3.2	5.1	-5.6	-35.5	-8.8	-26.7
Semana III	-20.9	-4.5	-47.3	-41.8	68.1	63.8	4.3
Semana IV	32.3	4.0	-57.1	-16.4	105.8	28.2	77.6
Novembro	7.8	14.6	-152.6	119.4	41.0	57.0	-16.0
Semana I	0.7	4.6	-35.2	43.0	-7.1	43.7	-50.8
Semana II	-21.4	2.2	-21.2	117.4	-117.6	-86.3	-31.3
Semana III	-4.8	4.6	-17.5	43.9	-31.2	-30.9	-0.3
Semana IV	81.4	23.2	-116.1	6.5	190.9	162.7	28.2
Dezembro	95.6	41.7	-115.8	59.5	151.9	130.0	21.9
Semana I	5.1	8.2	-24.1	22.4	6.9	36.0	-29.1
Semana II	2.1	3.8	10.7	0.7	-9.4	-9.4	0.0
Semana III	46.1	6.8	-13.0	46.3	12.8	12.8	0.0
Semana IV	41.2	22.6	22.0	-147.3	166.5	42.3	124.2

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.
Para cada mês t, semana I = 4 a 11 do mês
semana II = 12 a 18 do mês
semana III = 19 a 25 do mês
semana IV = 26 do mês a 3 do mês t+1
Um sinal positivo (negativo) significa injecção (absorção) de liquidez.

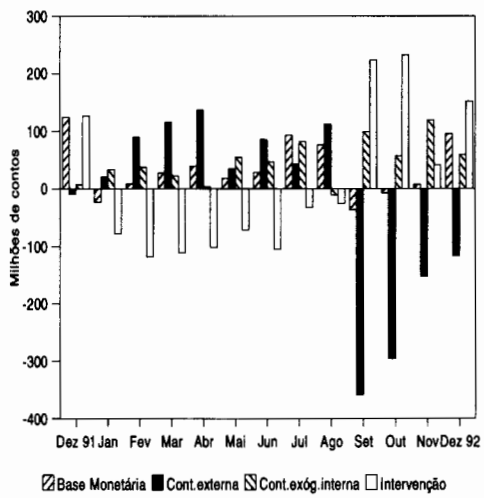
(b) Inclui conta-aplicação de bilhetes do Tesouro.

quais foram complementadas pela emissão de títulos de intervenção monetária (a um mês e seis meses)[3]. As colocações de TIM assumiram valores particularmente elevados em Fevereiro e Março, o que não obstou a que a respectiva taxa de juro média continuasse a descer no decurso deste período, em linha com a evolução das restantes taxas dos mercados

Gráfico VI.7

BASE MONETÁRIA E SUAS CONTRAPARTIDAS

Variações mensais de médias de valores diários



monetários (quadro VI.3). Tendo em vista estabilizar o mercado, o Banco de Portugal recorreu ainda a operações ocasionais de absorção de liquidez, cuja mecânica de funcionamento foi alterada a partir de 12 de Fevereiro. Com efeito, o Banco introduziu uma maior simetria nas suas intervenções ocasionais no mercado monetário interbancário, passando a efectuar operações ocasionais de absorção de liquidez a taxas mais próximas das praticadas em operações regulares, embora com taxas decrescentes em operações consecutivas, em conformidade com o procedimento adoptado na cedência de liquidez (gráfico VI.8). Esta mudança na actuação do Banco reflectiu-se numa menor volatilidade das taxas de juro do mercado monetário interbancário (gráfico VI.9).

Gráfico VI.8

TAXAS DE JURO OFICIAIS DE INTERVENÇÃO REGULAR, DE INTERVENÇÃO OCASIONAL E DO MERCADO MONETÁRIO INTERBANCÁRIO *OVERNIGHT*

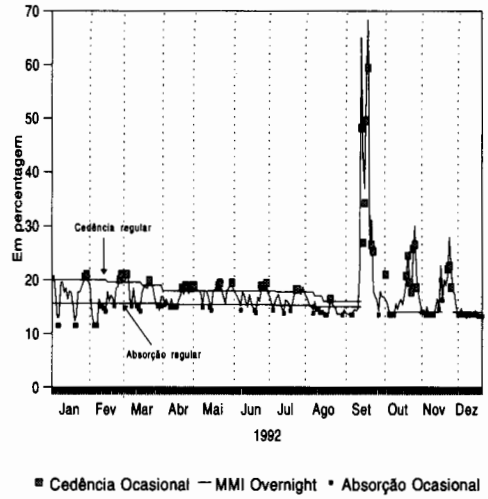
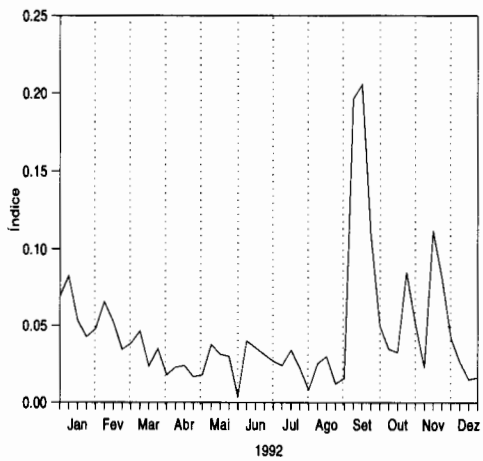


Gráfico VI.9

VOLATILIDADE SEMANAL DA TAXA DE JURO *OVERNIGHT* DO MERCADO MONETÁRIO INTERBANCÁRIO[a]



Nota:

(a) Índice de volatilidade (desvio padrão da variação semanal de juro *overnight* do Mercado Monetário Interbancário, em logaritmos).

(3) A não entrada em vigor do Orçamento do Estado para 1992 (que viria a ocorrer em Março), impediu a emissão líquida de bilhetes do Tesouro, dado o limite estabelecido para o *stock* em circulação destes títulos. Este facto levou o Banco de Portugal a recorrer à emissão de TIM a seis meses.

Quadro VI.3

INTERVENÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL NO MERCADO MONETÁRIO
OPERAÇÕES DE ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ

Taxa de juro – Percentagem
Montante – Milhões de contos

	Operações regulares de absorção de liquidez associadas ao período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa[a]		Operações ocasionais de liquidez[b]			Outras operações de absorção de liquidez			
	Títulos de regularização monetária		Títulos de regularização monetária			Títulos de intervenção monetária			
						De 28 a 32 dias		De 172 a 192 dias	
	Taxa de juro (%)[c]	Montante[d]	Taxa de juro(%)[c]	Prazo médio[e]	Montante[d]	Taxa de juro (%)[c]	Montante[d]	Taxa de juro (%)[c]	Montante[d]
1992									
Janeiro	15.625	119.0	11.500	3	155.3	17.785	16.0	-	0.0
Fevereiro	15.625	44.8	12.984	2	501.9	17.774	148.0	17.806	90.9
Março	15.625	54.1	14.907	3	293.9	17.698	104.6	17.189	145.1
Abril	15.375	84.0	14.906	5	175.5	16.833	32.8	16.413	81.6
Maio	15.375	2.0	14.673	1	141.6	17.016	28.0	16.657	27.8
Junho	15.375	72.0	14.287	2	352.3	17.153	47.5	16.679	54.1
Julho	15.267	60.0	13.985	3	238.4	16.936	65.0	16.486	85.4
Agosto	14.232	250.5	13.762	3	459.0	14.705	134.1	16.500	10.2
Setembro	14.000	41.0	13.500	4	112.3	14.500	264.0	-	0.0
Outubro	14.000	63.5	13.500	4	225.8	15.467	256.8	-	0.0
Novembro	14.000	143.5	14.393	3	593.6	15.500	196.2	-	0.0
Dezembro	14.000	180.5	13.420	4	848.2	-	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) Correspondem 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) Média ponderada por montantes.
(d) Corresponde ao valor de reembolso.
(e) Em dias.
"Mês t" refere-se ao período compreendido entre o dia 4 do mês t e o dia 3 do mês t+1

Durante o primeiro trimestre mantiveram-se restrições às entradas de capitais com o objectivo de aumentar o grau de autonomia da política monetária. No entanto, tendo em conta a maior aproximação das taxas de juro internas relativamente aos níveis praticados no exterior, o depósito compulsório que incide sobre os empréstimos financeiros obtidos externamente foi reduzido de 40 para 30 por cento em Março.

Quadro VI.4

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 disp. mínimas de caixa[a]		Operações ocasionais[b]			Facilidade de última hora[c]		Total
	Taxa de juro (%)[d]	Montante[e]	Taxa de juro (%)[d]	Prazo médio[f]	Montante[e]	Taxa de juro (%)[d]	Montante[e]	Montante[e]
1992								
Janeiro	20.000	103.9	20.907	2	112.3	-	0.0	216.2
Fevereiro	20.000	6.3	20.490	4	91.1	-	0.0	97.4
Março	19.259	73.6	20.581	4	20.4	-	0.0	94.0
Abril	17.938	87.2	18.756	4	189.7	-	0.0	276.9
Maio	17.938	176.6	19.245	2	78.0	-	0.0	254.6
Junho	17.938	33.8	19.041	5	30.1	-	0.0	63.9
Julho	-	0.0	18.660	2	97.8	-	0.0	97.8
Agosto	16.924	13.2	16.500	1	29.3	-	0.0	42.5
Setembro	-	0.0	39.310	6	399.8	-	0.0	399.8
Outubro	-	0.0	22.967	4	170.7	56.000	7.9	178.6
Novembro	-	0.0	20.958	4	107.6	-	0.0	107.6
Dezembro	-	0.0	-	-	0.0	-	0.0	0.0

Notas:
(a) Correspondem 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) Correspondem 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) Correspondem 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.

1.2.2 A adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio do SME e a execução da política monetária até ao anúncio da liberalização dos movimentos de capitais

A 6 de Abril, o enquadramento da política monetária alterou-se com a adesão do escudo ao mecanismo da taxa de câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME). Esta ocorreu na sequência de uma maior convergência da taxa de inflação para o nível médio comunitário e teve lugar a taxas centrais de 178.735 e 86.9393 escudos, respectivamente para o ECU e para o marco, podendo o escudo flutuar, transitoriamente, dentro de uma banda de ±6 por cento, em torno das taxas centrais das restantes moedas que participam no MTC.

A adesão do escudo ao MTC não constituiu uma alteração radical face à política cambial executada no passado recente, que consistia na ligação da moeda nacional às cinco princi-

pais divisas do MTC, deixando-a flutuar dentro de uma banda limitada. No entanto, o facto de existir um compromisso formal por parte das autoridades monetárias portuguesas de manter a evolução do escudo dentro da banda pré-estabelecida aumentou a credibilidade da política de redução da inflação, facilitando, assim, a prossecução deste objectivo sem custos elevados ao nível do emprego.

Tendo em vista atenuar a pressão para a apreciação do escudo, na sequência da adesão ao MTC, o Banco de Portugal reduziu as suas taxas de intervenção regular[4] (quadro VI.1 e gráfico VI.8). A taxa de cedência de liquidez desceu 1 ponto percentual passando para 17.9375 por cento, enquanto que a taxa de absorção de liquidez seria alterada pela primeira vez no decurso de 1992, com uma redução de 1/4 ponto percentual, para 15.375 por cento. A descida das taxas de intervenção do Banco de Portugal transmitiu-se a todos os prazos do mercado financeiro, mas de forma particularmente notória nas maturidades curtas.

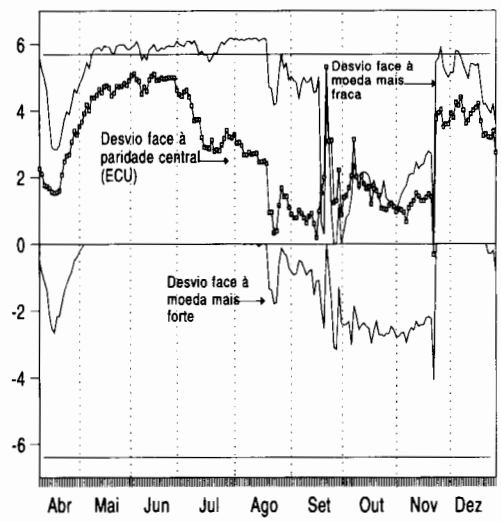
O escudo apreciou-se fortemente no primeiro dia de adesão ao mecanismo de taxa de câmbio levando à intervenção intramarginal do Banco de Portugal, a única que se iria verificar no conjunto do mês. Seguiu-se um período de depreciação progressiva da moeda nacional até atingir um nível ligeiramente abaixo do registado anteriormente à adesão, após o que o escudo se apreciou substancialmente até 5 de Maio, altura a partir da qual passou a ocupar o topo da respectiva banda de flutuação, situação que virtualmente manteria até meados de Agosto (gráficos VI.5 e VI.10).

A situação monetária que se deparava às autoridades em meados de Abril era ainda de uma forte expansão dos agregados monetários e de crédito, ao mesmo tempo que o valor da taxa de inflação para Março (8.5 por cento) representava uma interrupção da tendência de desaceleração evidenciada anteriormente, a qual, todavia, se esperava fosse devida sobretudo ao impacto da introdução das novas taxas do IVA. Esta situação justificou o anúncio público por parte do Banco de Portugal, a 20 de Abril, de que iria manter as suas taxas de intervenção, opção que sustentou no decurso do período de Maio a Junho. De facto, a alteração do IVA dificultou substancialmente a avaliação do comportamento da inflação neste período.

Esta decisão do Banco, ao quebrar as expectativas de continuação da descida das taxas de juro no muito curto prazo, reflectiu-se sobre os diversos segmentos do mercado financeiro, traduzindo-se num aumento generalizado das taxas de juro, se bem que para níveis inferiores aos observados nos momentos que antecederam a adesão do escudo ao MTC, a que se seguiu uma retoma da tendência de redução gradual. A subida de taxas de juro foi mais evidente nos prazos mais curtos, como o mercado primário de bilhetes do Tesouro e o mercado monetário interbancário evidenciam (gráficos VI.2 e VI.4).

Gráfico VI.10

SITUAÇÃO DO ESCUDO NO MECANISMO DE TAXAS DE CÂMBIO DO SME



Nota: 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.

(4) Também foi descida a taxa de remuneração marginal das reservas mínimas de caixa de 15.75 para 15.375.

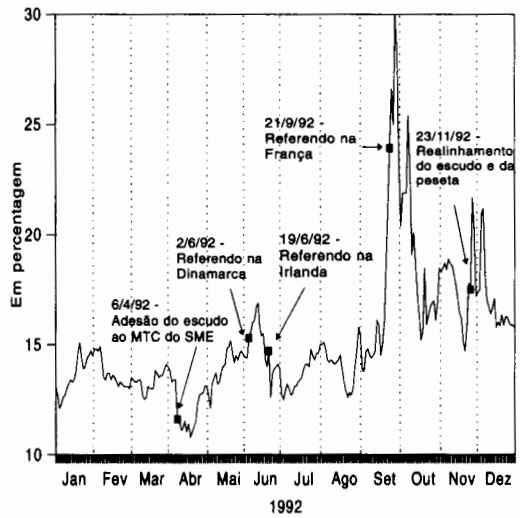
O resultado negativo do referendo na Dinamarca, a 2 de Junho, desencadeou um forte impacto nos mercados financeiros europeus, gerando uma subida generalizada das taxas de juro do euromercado, em especial nas chamadas "moedas de alto rendimento", caso da lira e da peseta, bem como numa sensível apreciação do marco alemão e das moedas a ele mais ligadas (o florim holandês e o franco belga) relativamente às restantes moedas que participam no mecanismo de taxa de câmbio. A pressão descendente sobre a lira foi então particularmente pronunciada, não obstante o Banco de Itália ter subido as taxas de juro e levado a cabo fortes intervenções no mercado cambial.

O impacto do referendo da Dinamarca sobre o escudo foi muito menos pronunciado e prolongado do que sobre as restantes "moedas de alto rendimento" (gráficos VI.5 e VI.11), o que se deve a diversas ordens de razões. Por um lado, a evolução daquelas moedas foi particularmente afectada por notícias recentes que revelavam a ocorrência de uma forte deterioração dos respectivos défices do sector público, o que não sucedeu no caso português, e por outro lado, à própria localização do escudo no seio do mecanismo de taxa de câmbio. De facto, a subida do escudo para o topo da banda, desde início de Maio, tinha provavelmente gerado algumas expectativas de depreciação, o que se reflectiu numa subida e num elevado nível das taxas de juro do euro-escudo. Entretanto, os mercados compreenderam que a posição do escudo no mecanismo de taxa de câmbio não era transitória. Deste modo, as taxas de juro do euro-escudo começaram a apresentar indícios de inflexão num sentido descendente, quando ocorreu o referendo da Dinamarca. Assim, o efeito em sentido contrário do resultado deste referendo foi atenuado e muito temporário.

No período subsequente à adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio, o volume de intervenções no mercado cambial reduziu-se substancialmente, o que resulta do processo auto-regulador que a participação no MTC tem proporcionado, ao estabelecer um limite

Gráfico VI.11

TAXA DE JURO DO EURO-ESCUDO
MERCADO DE LONDRES – 3 MESES



superior para a apreciação do escudo[5]. Desta forma, em Maio e Junho, a pressão da contrapartida externa sobre a criação de base monetária reduziu-se (quadro VI.2 e gráfico VI.7), daqui decorrendo uma menor necessidade de esterilização de liquidez no mercado monetário, como a quebra do volume destas operações demonstra (quadro VI.3). Assim, neste período, a menor criação de liquidez por via externa, em conjugação com o abrandamento da procura de crédito, traduziram-se numa nítida desaceleração do agregado L^-, donde decorreu uma aproximação à trajectória programada. Em Junho, o desvio cifrava-se em 2.8 pontos percentuais (gráfico VI.1).

Por seu turno, após o impacto da alteração das taxas do IVA, reflectido numa aceleração progressiva da taxa de inflação em termos homólogos entre Fevereiro e Maio, a taxa de inflação apresentava em Junho indícios de regresso à sua trajectória descendente.

Tendo em conta os desenvolvimentos favoráveis da inflação e da liquidez da economia, o Banco de Portugal anunciou a 13 de Julho no-

(5) Continuaram, todavia, a efectuar-se compras elevadas de moeda estrangeira à Direcção-Geral do Tesouro.

vas descidas das respectivas taxas de intervenção regular[6] (quadro VI.1 e gráfico VI.8). Contudo, as incertezas quanto à cadência do processo desinflacionista e o ritmo ainda excessivo da expansão monetária, aconselharam uma redução ligeira e prudente, que ascendeu a 0.1875 pontos percentuais (para 17.75 por cento) no caso da taxa de cedência de liquidez e a 0.125 pontos percentuais (para 15.25 por cento) no que se refere à taxa de absorção. Desde o início do ano, a redução da taxa de cedência regular de liquidez atingiu 2.25 pontos percentuais, sendo bastante inferior no caso da taxa de absorção regular (0.375 pontos percentuais). Esta decisão do Banco transmitir-se-ia ao mercado monetário, acentuando-se a descida das taxas de juro após um período de dois meses caracterizado por uma lenta redução.

1.2.3 O anúncio da liberalização dos movimentos de capitais e alteração da política monetária

Em meados de Agosto, o Banco de Portugal, de acordo com as linhas orientadoras definidas pelo Governo, anunciou a liberalização integral dos movimentos de capitais com o exterior. O desmantelamento das restrições existentes seria faseado: a partir de final de Agosto seria autorizado o livre acesso ao financiamento externo, com a abolição do depósito obrigatório (que se tinha reduzido progressivamente desde Março); a partir de final de Outubro seria liberalizada a aquisição por não residentes de títulos de dívida indexada; e, finalmente, a partir de final do ano seria permitido o acesso de não residentes ao mercado monetário nacional. Estas medidas tinham sido precedidas pela liberalização da compra de títulos estrangeiros de curto prazo por residentes, no início de Agosto.

No imediato, o anúncio da liberalização dos movimentos de capitais implicou um ajustamento, no sentido da baixa, das taxas de intervenção no mercado monetário. Esta redução constituiu uma medida preventiva contra afluxos de capitais potenciais e, consequentemente, contra uma excessiva pressão ascendente sobre o escudo, durante o período de ajustamento das taxas de juro para os seus níveis pós-liberalização. Assim, em duas etapas (12 e 19 de Agosto), o Banco procedeu a uma redução da taxa de cedência regular de liquidez em 1.75 pontos percentuais para 16 por cento e a uma baixa da taxa de absorção regular em 1.25 pontos percentuais para 14 por cento (quadro VI.1). A taxa de colocação dos Títulos de Intervenção Monetária (TIM) do Banco de Portugal, a 4 semanas, foi também significativamente reduzida, em quase 2.5 pontos percentuais (quadro VI.3).

Estas medidas tiveram um impacto considerável, quer sobre os mercados monetários, quer sobre o mercado cambial. Nos mercados monetários, as taxas de juro do MMI nos prazos até um mês caíram entre 1.5 e 2.5 pontos percentuais entre a primeira e a última semana de Agosto, enquanto as taxas de colocação dos bilhetes do Tesouro caíram quase 3 pontos percentuais (gráficos VI.2 e VI.4). Assim, a inclinação da *yield-curve* nos mercados monetários sofreu uma alteração que sugere que os mercados esperavam uma nova redução nas taxas de intervenção regular. Há indícios de que esta evolução se reflectiu nas taxas de juro das operações bancárias com a clientela, embora a informação disponível neste domínio não permita uma distinção totalmente clara entre o impacto destas medidas, de meados de Agosto, e o impacto da crise cambial de meados de Setembro; em particular, os bancos parecem ter iniciado então uma alteração significativa, que se acentuou nos meses seguintes, na sua política de captação de depósitos, privilegiando os prazos mais curtos (gráfico VI.23).

No mercado cambial, a descida das taxas de juro oficiais contribuiu para induzir saídas imediatas de capitais e para a consequente pressão descendente sobre o escudo. Este facto

(6) A 6 de Julho o Banco tinha já reduzido a taxa de remuneração marginal das reservas mínimas de caixa, de 15.375 por cento para 14.5 por cento, em linha com a diminuição das taxas de juro no mercado monetário.

vas descidas das respectivas taxas de intervenção regular[6] (quadro VI.1 e gráfico VI.8). Contudo, as incertezas quanto à cadência do processo desinflacionista e o ritmo ainda excessivo da expansão monetária, aconselharam uma redução ligeira e prudente, que ascendeu a 0.1875 pontos percentuais (para 17.75 por cento) no caso da taxa de cedência de liquidez e a 0.125 pontos percentuais (para 15.25 por cento) no que se refere à taxa de absorção. Desde o início do ano, a redução da taxa de cedência regular de liquidez atingiu 2.25 pontos percentuais, sendo bastante inferior no caso da taxa de absorção regular (0.375 pontos percentuais). Esta decisão do Banco transmitir-se-ia ao mercado monetário, acentuando-se a descida das taxas de juro após um período de dois meses caracterizado por uma lenta redução.

1.2.3 O anúncio da liberalização dos movimentos de capitais e alteração da política monetária

Em meados de Agosto, o Banco de Portugal, de acordo com as linhas orientadoras definidas pelo Governo, anunciou a liberalização integral dos movimentos de capitais com o exterior. O desmantelamento das restrições existentes seria faseado: a partir de final de Agosto seria autorizado o livre acesso ao financiamento externo, com a abolição do depósito obrigatório (que se tinha reduzido progressivamente desde Março); a partir de final de Outubro seria liberalizada a aquisição por não residentes de títulos de dívida indexada; e, finalmente, a partir de final do ano seria permitido o acesso de não residentes ao mercado monetário nacional. Estas medidas tinham sido precedidas pela liberalização da compra de títulos estrangeiros de curto prazo por residentes, no início de Agosto.

No imediato, o anúncio da liberalização dos movimentos de capitais implicou um ajustamento, no sentido da baixa, das taxas de intervenção no mercado monetário. Esta redução constituiu uma medida preventiva contra afluxos de capitais potenciais e, consequentemente, contra uma excessiva pressão ascendente sobre o escudo, durante o período de ajustamento das taxas de juro para os seus níveis pós-liberalização. Assim, em duas etapas (12 e 19 de Agosto), o Banco procedeu a uma redução da taxa de cedência regular de liquidez em 1.75 pontos percentuais para 16 por cento e a uma baixa da taxa de absorção regular em 1.25 pontos percentuais para 14 por cento (quadro VI.1). A taxa de colocação dos Títulos de Intervenção Monetária (TIM) do Banco de Portugal, a 4 semanas, foi também significativamente reduzida, em quase 2.5 pontos percentuais (quadro VI.3).

Estas medidas tiveram um impacto considerável, quer sobre os mercados monetários, quer sobre o mercado cambial. Nos mercados monetários, as taxas de juro do MMI nos prazos até um mês caíram entre 1.5 e 2.5 pontos percentuais entre a primeira e a última semana de Agosto, enquanto as taxas de colocação dos bilhetes do Tesouro caíram quase 3 pontos percentuais (gráficos VI.2 e VI.4). Assim, a inclinação da *yield-curve* nos mercados monetários sofreu uma alteração que sugere que os mercados esperavam uma nova redução nas taxas de intervenção regular. Há indícios de que esta evolução se reflectiu nas taxas de juro das operações bancárias com a clientela, embora a informação disponível neste domínio não permita uma distinção totalmente clara entre o impacto destas medidas, de meados de Agosto, e o impacto da crise cambial de meados de Setembro; em particular, os bancos parecem ter iniciado então uma alteração significativa, que se acentuou nos meses seguintes, na sua política de captação de depósitos, privilegiando os prazos mais curtos (gráfico VI.23).

No mercado cambial, a descida das taxas de juro oficiais contribuiu para induzir saídas imediatas de capitais e para a consequente pressão descendente sobre o escudo. Este facto

(6) A 6 de Julho o Banco tinha já reduzido a taxa de remuneração marginal das reservas mínimas de caixa, de 15.375 por cento para 14.5 por cento, em linha com a diminuição das taxas de juro no mercado monetário.

esteve também associado a uma situação de instabilidade nos mercados internacionais, com o marco a apreciar-se fortemente em relação ao dólar e, em resultado, na semana de 18 a 24 de Agosto o escudo caiu cerca de 2.25 por cento face à divisa alemã. Neste contexto, o Banco de Portugal procedeu a intervenções significativas em defesa da moeda nacional, pela primeira vez desde há anos. Em média mensal, e em termos efectivos, o escudo caiu em Agosto cerca de 1.2 por cento face a Julho (gráfico VI.5).

O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO DOS CAPITAIS NO QUADRO DA INTEGRAÇÃO EUROPEIA

Completou-se, em 1992, o processo de liberalização das relações económicas e financeiras com o exterior, que vinha a ser posto em prática pelas autoridades portuguesas, desde a adesão às Comunidades Europeias, no quadro do Mercado Único e, subsequentemente, da União Económica e Monetária, tendo por base o calendário de liberalização negociado quando da adesão e revisto em 1988 (Directiva 88/361/CEE, de 24.7).

As autoridades portuguesas adoptaram o princípio de uma liberalização gradual e "erga omnes" dos movimentos de capitais, atribuindo prioridade, no período 1986-1988, às operações de capitais mais directamente associadas ao comércio internacional de bens e serviços e ao direito de estabelecimento. A liberalização processou-se, aliás, nalguns casos, com antecipação relativamente aos compromissos assumidos a nível comunitário, merecendo especial realce os investimentos portugueses no estrangeiro (directo, imobiliário, de carteira).

As restrições cambiais, entretanto mantidas ou cuja reintrodução se revelou indispensável a partir de 1990, centraram-se nas entradas de capitais mais sensíveis aos diferenciais, ou às respectivas variações, de taxa de juro, e destinavam-se a conferir o grau de autonomia necessário à política monetária, tendo em vista a prossecução do objectivo de redução de inflação, essencial na estratégia de convergência nominal definida pelas autoridades portuguesas.

A adesão do escudo ao mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu, em Abril de 1992, veio a concretizar-se antes da integral liberalização dos capitais (em particular, das operações de carácter monetário), o que conferiu uma margem de manobra acrescida à gestão da taxa de câmbio do escudo.

Com aquela adesão, a política monetária passou a ficar confinada ao objectivo cambial, ao mesmo tempo que o contributo das políticas orçamental e de rendimentos para o processo de convergência nominal passou a ser decisivo. Estes factos, em conjunto com a melhoria da generalidade dos indicadores da inflação e a inevitável perda progressiva da eficácia de restrições de tipo administrativo, conduziram, em Agosto, à decisão de liberalizar as operações de capitais ainda sujeitas a controlos prévios, durante o segundo semestre de 1992.

A eventual reintrodução de restrições cambiais terá doravante de cingir-se e submeter-se ao que se encontra estipulado no normativo comunitário, designadamente no Tratado de Roma e na Directiva 88/361/CEE.

Cronologia das principais etapas do processo de liberalização das operações de capitais:

1986

Março — *Créditos fornecedor, ligados a transacções comerciais nas quais participe um residente.*

Maio — *Flexibilização do mercado interbancário de câmbios à vista (criado em Outubro de 1985).*

Junho — *Aquisição, por não residentes, de acções e obrigações cotadas em Bolsa.*

Julho — *Investimento directo estrangeiro.*

1987

Janeiro — *Obtenção, por residentes, de empréstimos externos destinados a antecipar receitas de exportação.*

Fevereiro — *Criação do mercado cambial a prazo, com liberalização das seguintes operações, a prazo não superior a 6 meses, realizadas pelas instituições de crédito: Compra e venda de moeda estrangeira (m.e.) contra escudos, entre si e com clientes (neste caso, apenas para efeitos de cobertura de risco cambial); Compra de m.e. contra escudos a bancos não residentes; Compra e venda de m.e. contra m.e., entre si e com bancos não residentes.*

1988

Março — *Alargamento do prazo máximo das operações cambiais "forward" de 6 meses para um ano.*

Junho — *Obtenção, por residentes, de financiamentos externos destinados à liquidação de importações ("Buyer's credits").*

Novembro — *Investimento directo em países da CEE, de montante não superior a 20 milhões de escudos e nos restantes países da OCDE, quando o montante não exceda 10 milhões de escudos.*

Contas estrangeiras em escudos à ordem não remuneradas (proibição de descobertos).

Contas estrangeiras em m.e. (independentemente da natureza do titular), à ordem ou a prazo até um ano.

Contas no estrangeiro tituladas por instituições de crédito, expressas em m.e., à ordem ou a prazo não superior a um ano.

Dezembro — *Utilização do escudo nos pagamentos de residentes a não residentes.*

— *Aquisição, por não residentes, de certificados de participação em fundos de investimento não especializados no mercado monetário.*

1989

Janeiro — *Aquisição, por investidores institucionais, até determinados limites, de títulos estrangeiros cotados ou em vias de introdução em Bolsa.*

Março — *Compra e venda à vista, por instituições de crédito residentes, a quaisquer não residentes, de m.e. contra escudos.*

Abril — *Investimento directo em países da OCDE, de montante não superior a 50 milhões de escudos.*

Julho — *Investimento imobiliário em Portugal (exceptuados nalguns casos os prédios rústicos).*

Setembro — *Investimento de carteira em títulos estrangeiros cotados: alargamento dos limites fixados aos investidores institucionais e liberalização parcial das aplicações de outros residentes.*

Dezembro — *Investimento imobiliário no estrangeiro: um imóvel por agregado familiar.*

1990

Março — *Alargamento e uniformização dos limites relativos ao investimento mobiliário no estrangeiro (títulos cotados).*

Abril — *Regularização, por compensação, das operações com o exterior.*

Liberalização parcial das contas nacionais em m.e. (contas gerais; contas de aplicação).

Junho — *Aquisição, por residentes, de títulos estrangeiros cotados ou em vias de introdução em Bolsa (eliminação dos limites), com excepção das obrigações denominadas em escudos.*

— *Suspensão das operações de compra a prazo a não residentes de m.e. contra escudos (com excepção das realizadas com intuito de cobertura de risco).*

Julho — *Depósito compulsório, não remunerado, correspondente a 40% do contravalor em escudos de empréstimos financeiros do exterior.*

Outubro — *Venda a prazo, por instituições de crédito residentes a não residentes, de m.e. contra escudos, exclusivamente quando se destine a cobertura de risco cambial.*

1991

Fevereiro — *Introdução de restrições às operações de reporte, realizadas com não residentes, sobre títulos nacionais.*

Depósito de contrapartida, não remunerado, incidente sobre os saldos das contas estrangeiras em escudos, no montante de 40 ou de 90%.

Junho — *Aquisição, por residentes (não residentes), de acções estrangeiras (nacionais) não cotadas.*

— *Investimento directo no estrangeiro.*

— *Investimento imobiliário estrangeiro (prédios rústicos) e no estrangeiro.*

Julho — *Restrições à aquisição, por não residentes, de títulos nacionais com taxa de juro indexada.*

Agosto — *Abolição do prazo máximo nas operações cambiais "forward".*

Dezembro — *Abolição do prazo máximo das contas estrangeiras em m.e. e das contas em m.e. no estrangeiro de residentes.*

Liberalização das contas nacionais em m.e.

1992

Março a Julho — *Redução do depósito compulsório de 40 para 25%.*

Agosto — *Aquisição, por residentes, de obrigações não cotadas expressas em m.e., de títulos e outros instrumentos normalmente transaccionados no mercado monetário.*

Concessão, a não residentes, de empréstimos financeiros, com excepção dos denominados em escudos e de prazo não superior a um ano.

Setembro — *Abolição do depósito compulsório e liberalização total dos financiamentos do exterior a médio ou longo prazo.*

Novembro — *Aquisição, por não residentes, de obrigações com taxa de juro indexada e de outros títulos análogos.*

Obtenção, por residentes, de créditos e empréstimos externos de curto prazo.

Dezembro — *Liberalização das restantes operações com o exterior da competência do Banco de Portugal.*

— *Em particular:*

- *Contas estrangeiras em escudos, à ordem ou a prazo, remuneradas.*
- *Contas no estrangeiro tituladas por residentes.*
- *Aquisição, por não residentes, de títulos e outros instrumentos normalmente transaccionados no mercado monetário.*
- *Concessão a não residentes, de empréstimos financeiros denominados em escudos e de prazo não superior a um ano.*
- *Operações cambiais a prazo, futuros e opções cambiais.*

1.2.4 A crise de Setembro do MTC do SME

Em meados de Setembro, na sequência dum *crescendo* de tensões nos mercados cambiais internacionais, o MTC do SME foi objecto duma crise sem precedentes recentes. O primeiro alvo foi a lira italiana que, sob forte pressão do mercado, sofreu uma desvalorização de 7 por cento em 13 de Setembro, o que constituiu a primeira alteração da grelha de paridades desde 1987 (se se exceptuar o ajustamento técnico efectuado, também na paridade da lira, aquando da sua passagem da banda larga para a banda estreita, em início de 1990). Esta medida não foi, contudo, suficiente para acalmar os mercados cambiais. Na verdade, a reintrodução da possibilidade de realinhamentos – que parecia anteriormente virtualmente excluída – vulnerabilizou o sistema e veio evidenciar a possibilidade de obtenção de ganhos especulativos rápidos e substanciais. Deste modo, dois dias depois, sob forte ataque especulativo, a libra inglesa abandonou temporariamente o MTC, no que foi acompanhada pela lira italiana, enquanto a peseta sofreu uma desvalorização de 5 por cento. Os operadores de mercado viraram-se então para outras divisas, designadamente o franco francês, e também o escudo, a libra irlandesa e a coroa dinamarquesa. O apoio declarado do Bundesbank em defesa da moeda francesa, e as medidas adoptadas pelas autoridades monetárias nos diversos países permitiram, no entanto, conter este surto especulativo.

De um modo geral, a crise do SME veio recordar, duma forma abrupta, a potencial instabilidade dum acordo cambial deste tipo quando não há controlos de capitais e as economias participantes diferem consideravelmente no que se refere aos fundamentos económicos, posições cíclicas ou elementos institucionais. Dado este facto bem conhecido, a preservação do sistema requer uma grande coordenação de políticas que assegure a convergência e, na medida do possível, contrabalance ou permita redistribuir choques assimétricos. A consciência destes problemas constituiu, de resto, a ra-

zão básica pela qual o desmantelamento dos controlos de capitais entre os Estados-Membros da Comunidade foi acompanhado, desde o princípio, por medidas de coordenação das respectivas políticas económicas, com vista a atingir a União Económica e Monetária.

De facto, a manutenção da grelha de paridades até meados de Setembro baseava-se na credibilidade do processo da União Económica e Monetária. Esta, por sua vez, assentava quer em factores institucionais, que culminaram no Tratado de Maastricht, quer em factores económicos mais profundos, materializados nas iniciativas de coordenação das políticas e, em particular, nos programas de convergência apresentados por diversos países.

A crise do SME esteve presumivelmente associada a uma erosão da confiança em ambos os suportes do processo da União Económica e Monetária. O suporte institucional foi abalado pelas incertezas políticas que rodearam a ratificação do Tratado de Maastricht, designadamente com o resultado do referendo dinamarquês, em Junho, e as dúvidas associadas ao referendo francês que veio a ter lugar a 20 de Setembro. Estas incertezas, por sua vez, terão exacerbado dúvidas já existentes sobre o empenho de diversos países na prossecução dos seus programas de convergência, que era *percebido* pelos mercados como estreitamente associado a factores institucionais.

As dúvidas em torno da prossecução dos programas de convergência estavam também associadas ao abrandamento económico e à percepção de crescentes dificuldades de coordenação das políticas nesse contexto. Na verdade, o abrandamento económico tendeu a desviar a atenção das opções de convergência a médio prazo para as questões mais imediatas, e tornou mais notórias as diferentes posições cíclicas das diversas economias, mesmo que, como sugere a informação actualmente disponível, estas divergências se tenham possivelmente estreitado, em absoluto, durante a segunda metade de 1992. A deterioração da situação económica veio tornar mais difíceis os progressos a nível das finanças públicas, inclusivamente em países em que a necessidade imperiosa de consolidação fiscal não deveria permitir acomodações cíclicas.

No contexto de desaceleração económica, gerou-se também a percepção de uma clara falta de consenso em torno do nível adequado das taxas de juro. O nível das taxas de juro alemãs, justificável, por razões internas, para fazer face às pressões inflacionistas decorrentes do processo de reunificação e da expansão fiscal a ela associada, começou a revelar-se excessivamente elevado para países com uma diferente avaliação dos riscos inflacionistas e/ou com uma situação cíclica percebida como mais fraca.

O Banco de Portugal recorreu a um conjunto articulado de instrumentos em defesa da moeda nacional (ver caixa "A crise do SME e a actuação do Banco de Portugal"), já que não se justificava no seu entender uma alteração da política que vinha a ser prosseguida.

A actuação do Banco de Portugal induziu uma forte subida das taxas de juro *overnight* no mercado monetário interbancário. Essa subida foi, no entanto, temporária, cobrindo um período curto (basicamente de 17 a 28 de Setembro), e foi significativamente mais moderada nas taxas do MMI a prazo mais longo e nas taxas de colocação de bilhetes do Tesouro (gráficos VI.2, VI.4 e VI.8). Deste modo, a actuação do Banco de Portugal, de acordo com o que se pretendia, terá sobretudo penalizado os movimentos especulativos, de muito curto prazo, contra o escudo.

As taxas de juro das principais operações bancárias activas e passivas com a clientela, por seu turno, não parecem ter sofrido qualquer significativa pressão para a subida em resultado da turbulência cambial. Pelo contrário, a informação disponível mostra que, dum modo geral, prosseguiu em Setembro a redução gradual que vinha tendo lugar desde o primeiro trimestre.

No mercado cambial, o escudo apresentou fortes oscilações ao longo da crise e no decurso do mês teve evoluções fortemente diferenciadas em relação às várias divisas, apreciando face à libra, lira e peseta e depreciando ligeiramente face ao marco, franco francês e res-

tantes moedas do MTC do SME. Em resultado, em termos médios efectivos, o escudo manteve-se basicamente inalterado, no mês de Setembro, face ao mês anterior (gráfico VI.5).

A CRISE DO SME E A ACTUAÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL

A forte instabilidade cambial do mês de Setembro teve uma repercussão limitada sobre o escudo. Tal desenvolvimento terá resultado da actuação do Banco de Portugal nos mercados cambial e monetário, embora este tenha, em certa medida, beneficiado da protecção proporcionada pelos controlos cambiais então ainda existentes.

No mercado cambial, o Banco de Portugal actuou de forma a permitir que o escudo deslizasse no interior da banda de flutuação, sem todavia consentir uma aproximação excessiva do limite inferior.

Simultaneamente, o Banco consentiu na elevação das taxas de juro nos mercados monetários doméstico e externo do escudo. A segmentação então existente entre os dois mercados permitiu que a subida daquelas tenha sido muito mais pronunciada no segundo – designado de "euroescudo" – embora tenha sido igualmente necessária uma elevação de taxas domésticas de forma a desincentivar a exportação de capitais por parte de residentes, já liberalizada na prática.

Aquela actuação nos mercados cambial e monetário foi complementada pelo reforço da vigilância exercida sobre os controlos cambiais aplicáveis às saídas de capitais, que tinham permanecido como uma restrição não activa nos últimos anos.

O escudo encontrou-se sob pressão a partir do dia 21 de Agosto, num contexto de crescente turbulência no mecanismo cambial do SME. No entanto a moeda nacional manteve-se relativamente estável até meados de Setembro, tendo sido apoiada por intervenções do Banco de Portugal no mercado de câmbios.

Aquelas aumentaram de intensidade a partir do dia 14 de Setembro, dada a maior pressão vendedora de escudos, encorajada pelo precedente criado com a desvalorização da lira italiana.

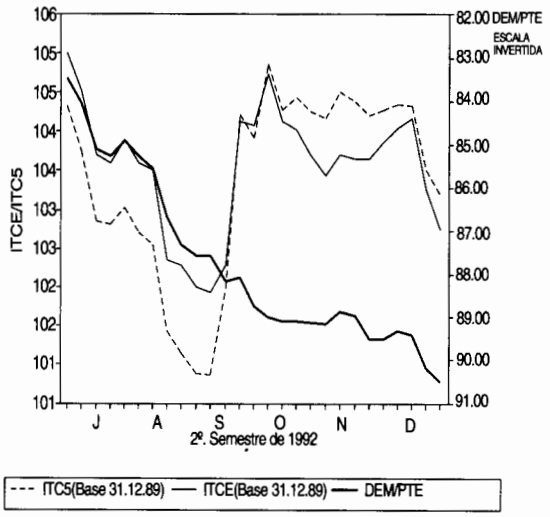
Às significativas vendas de escudos por não residentes esteve associada uma forte procura de fundos no mercado do "euroescudo", onde as taxas de juro para o prazo "tom/next" se elevaram até 500%, no dia 18, tendo ultrapassado os 1000% no dia 21.

No mercado monetário doméstico, a incompleta esterilização das intervenções realizadas pelo Banco de Portugal no mercado cambial criou igualmente uma situação de escassez de fundos e conduziu a uma elevação acentuada da taxa de juro "overnight". Esta chegou a atingir pontualmente os níveis máximos de 181% e de 150%, respectivamente nos dias 18 e 21 de Setembro.

Gráfico 1

EVOLUÇÃO DO ESCUDO

Médias semanais



Nesta fase, o Banco de Portugal suspendeu as suas formas de intervenção regular e recorreu à cedência de liquidez em regime de leilão de forma a moderar o aumento das taxas de juro. Entre 18 e 29 de Setembro foram realizados leilões em sete dias, tendo as respectivas taxas médias ponderadas atingido um máximo de 59.42% no dia 24. A absorção regular de liquidez foi retomada a 12 de Outubro, tendo sido mantida em suspenso a taxa de cedência de fundos.

Paralelamente, o Banco procedeu a operações de cedência de liquidez directamente no mercado do "euroescudo", através de operações de "swap", de forma a assegurar que aquele mercado disporia dos fundos necessários ao cumprimento das operações contratadas e a evitar assim problemas indesejáveis no funcionamento do sistema de pagamentos.

De facto, esta conjuntura criou nítidos incentivos a contornar a segmentação existente entre os mercados monetários doméstico e externo, arbitrando os diferenciais de taxas de juro. Uma dessas formas de canalização de fundos do mercado doméstico para o externo consistia no alargamento abusivo do conceito de "descobertos de correio" – os únicos permitidos nas contas em escudos detidas por não residentes junto de instituições bancárias domiciliadas em Portugal. Assim, a partir do dia 14, o Banco de Portugal redobrou o controlo exercido sobre os referidos descobertos e, com a mesma finalidade de prevenir problemas no funcionamento de sistema de pagamentos, o Banco de Portugal decidiu autorizar sob condições, todos os descobertos de não residentes. Essa condição destinada a prevenir a utilização indevida desta facilidade consistiu na exigência do seu refinanciamento junto do Banco de Portugal a taxas correspondentes a cerca do dobro das praticadas no euroescudo.

No dia 21 de Setembro, o nível elevadíssimo atingido pelas taxas de juro do "euroescudo" conduziu à liquidez de posições contra o escudo e à sua consequente apreciação até ao limite superior da banda de flutuação.

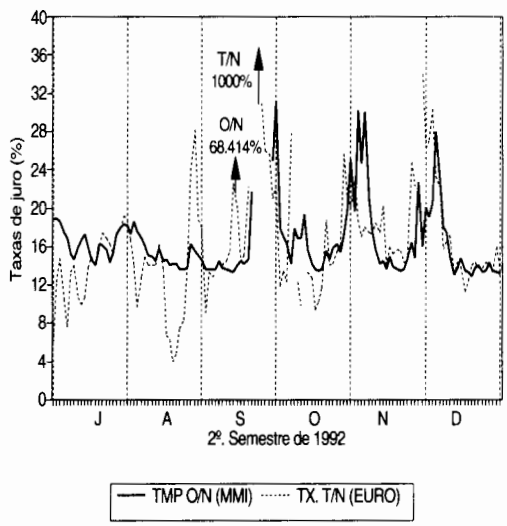
Essa apreciação foi aproveitada pelos residentes para procederem a operações de cobertura de risco de câmbio, o que originou um novo e temporário surto de venda de escudos.

O mês de Outubro caracterizou-se por uma sensível atenuação das tensões no SME, com os correspondentes reflexos sobre o escudo. Mantiveram-se, contudo, alguns focos de tensão sobretudo nas proximidades dos fins-de-semana, por persistirem algumas expectativas de ocorrência de um novo realinhamento. O Banco de Portugal manteve um discreto papel estabilizador, no mercado cambial, com o objectivo de atenuar uma volatilidade excessiva do escudo.

No mercado monetário doméstico, as taxas de juro iniciaram uma tendência descendente, para níveis próximos dos anteriores à crise cambial, mas aquela evolução foi interrompida com a escassez de fundos que se fez sentir no final do mês. Assim, entre 27 de Outubro e 4 de Novembro, o Banco de Portugal voltou a efectuar diariamente leilões de cedência de fundos, cujas taxas médias ponderadas se situaram entre 17.71% e 26.52%.

Gráfico 2

TAXAS DE JURO DO ESCUDO (CP)



Durante a primeira metade de Novembro, a normalização gradual dos mercados não impediu que se fossem avolumando pontualmente as expectativas de um novo realinhamento. Todavia, estas afectaram sobretudo a peseta e a libra irlandesa, tendo o escudo mantido uma trajectória estável.

Esta situação foi bruscamente interrompida no dia 19 de Novembro, com a notícia do abandono da ligação da coroa sueca ao ECU. Este facto desencadeou uma forte pressão sobre todas as moedas que permaneciam no mecanismo cambial do SME, com excepção do marco, franco belga e florim.

Antecipando a pressão que iria também ser exercida sobre o escudo, o Banco de Portugal decidiu utilizar a banda de flutuação, permitindo uma depreciação de cerca de 2% em relação ao marco alemão nos dias 19 e 20, e procedendo simultaneamente a algumas pequenas intervenções intramarginais no sentido de prevenir uma excessiva falta de liquidez que prejudicasse o normal funcionamento do mercado cambial. As taxas de juro de muito curto prazo, no mercado doméstico e externo reflectiram esta tensão tendo atingido, respectivamente, 18% e 30%.

No fim-de-semana que se seguiu (dias 21 e 22), foi decidido proceder ao terceiro realinhamento de paridades no SME efectuado desde Setembro, tendo o escudo acompanhado a peseta numa desvalorização das respectivas taxas centrais em 6% face às restantes moedas do mecanismo cambial. A decisão das autoridades portuguesas visou alargar a margem de manobra da política cambial (cuja restrição activa passara a ser constituída pelo limite inferior da banda de flutuação).

Este realinhamento consubstanciou-se numa deslocação da banda para baixo e não numa depreciação imediata da taxa de câmbio do escudo, a qual se manteve sensivelmente estável devido à estratégia adoptada pelo Banco de Portugal. Este, reafirmando que o realinhamento não havia alterado o propósito de manter a estabilidade cambial, suportou a moeda nacional através de intervenções no mercado cambial, conjugadas com a absorção de fundos nos mercados monetários doméstico e do "euroescudo" de forma a provocar uma elevação das taxas de juro. Pretendeu-se, assim, minimizar os efeitos do realinhamento sobre a política cambial que vinha sendo prosseguida, sobretudo na sua vertente anti-inflacionista, bem como impedir a realização de ganhos especulativos associados a posições contra o escudo anteriormente constituídas.

Com efeito, nos primeiros dias após o realinhamento, o Banco de Portugal voltou a suspender a absorção regular de liquidez do mercado monetário doméstico. Tendo como objectivo provocar uma elevação das taxas de juro de curto prazo que constituísse um suporte para o escudo, o Banco absorveu fundos em regime de leilão, entre os dias 23 e 26. As taxas médias ponderadas dos referidos leilões situaram-se entre 14.55% e 19.97%. A partir do dia 30 de Novembro e até 3 de Dezembro, a alteração das condições do mercado monetário conduziu a que o Banco de Portugal passasse a ceder liquidez, também através de leilões cujas taxas médias ponderadas se situaram entre 18.561% e 22.565%.

No mercado do "euroescudo", a previsão de que a cotação do escudo iria sofrer uma depreciação após o realinhamento conduziu à criação de posições contra o escudo – absorvidas pelas intervenções cambiais do Banco de Portugal – com a consequente elevação das taxas de juro, tendo a taxa "tom/next" ultrapassado pontualmente 250% no dia 24 de Novembro. No final do mês, o desfazer daquelas posições conduziu a uma brusca descida das taxas de juro, atenuada pela actuação directa do Banco de Portugal naquele mercado.

A deslocação da banda de flutuação proporcionada pelo realinhamento colocou novamente o escudo no topo do mecanismo cambial, posição que ocuparia até ser substituído pela peseta, próximo do final do ano.

1.2.5 A crise de Novembro do MTC do SME e o realinhamento do escudo

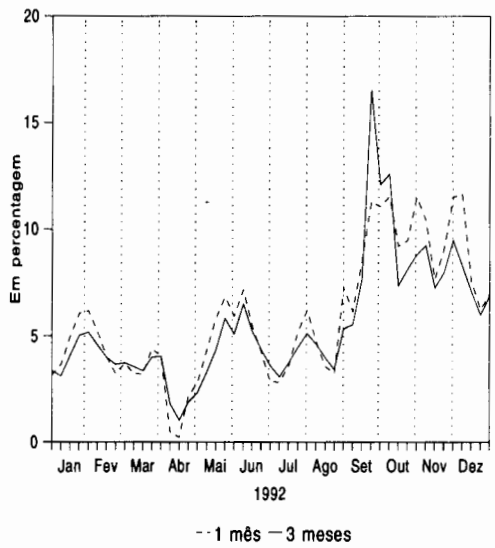
Em finais de Setembro, os mercados cambiais acalmaram e as taxas de juro no mercado monetário começaram a aproximar-se de níveis mais estáveis. No início de Outubro, o Banco de Portugal recomeçou as colocações de TIM a 4 semanas, a uma taxa de juro cerca de 1 ponto percentual acima do nível de antes da crise. Com o progressivo retorno à normalidade, o Banco retomou, a 12 de Outubro, as suas operações de absorção regular de liquidez, com TRM, a uma taxa igual à que vigorava antes da crise (14 por cento). Face às incertezas ainda existentes no domínio cambial, contudo, o Banco manteve a suspensão das operações de cedência regular de liquidez, como sinal claro de que se mantinha preparado para subir as taxas em caso de necessidade.

A partir da primeira semana de Outubro e até meados de Novembro, no entanto, a tendência de redução das principais taxas de juro do mercado monetário (excluindo *overnight*) não prosseguiu. Neste período, dum modo geral as taxas oscilaram numa banda entre 1 a 2.5 pontos percentuais acima dos níveis prevalecentes no final de Agosto/princípio de Setembro (gráfico VI.4), indiciando a permanência de instabilidade e sugerindo a existência de um elevado risco cambial associado ao escudo. Este ponto é mais claramente visível pela inspecção dos diferenciais de juro entre o euro-escudo e o marco, que se mantiveram ao longo deste período nitidamente acima dos valores que se observavam antes da crise (gráfico VI.12).

As operações com o exterior continuaram também a sugerir que a confiança na moeda nacional não se encontrava ainda plenamente restabelecida. Com efeito, prosseguiu em

Gráfico VI.12

DIFERENCIAIS DA TAXA DE JURO DO EURO-ESCUDO EM RELAÇÃO AO MARCO



Outubro a saída líquida de capitais espontâneos, embora em escala significativamente menor do que em Setembro (gráfico VI.6).

Neste contexto, o Banco de Portugal continuou a fazer algumas intervenções de compra de moeda nacional durante o mês de Outubro, embora muito inferiores às do mês anterior. A taxa de câmbio efectiva do escudo manteve-se em torno dos valores que apresentava no final de Setembro, o que, em termos médios, se traduziu por uma apreciação de cerca de 1.5 por cento em Outubro face ao mês anterior (gráfico VI.5). Durante a primeira metade de Novembro a situação pareceu estabilizar-se, com a taxa de câmbio efectiva do escudo a permanecer basicamente inalterada, agora sem necessidade de intervenções cambiais por parte do Banco de Portugal.

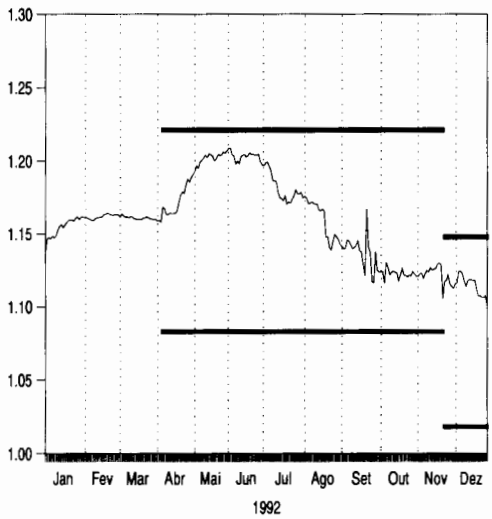
A continuação duma situação de instabilidade latente no MTC do SME, no quadro genérico descrito a propósito da crise de Setembro, levou, contudo, à eclosão de nova crise a partir do dia 19 de Novembro. No fim de semana que se seguiu as autoridades espanholas solicitaram um reajustamento da paridade central da peseta em 6 por cento. Este movimento foi seguido pelas autoridades portuguesas, as quais decidiram que o escudo acompanhasse o reajustamento da peseta, realinhando a sua paridade central na mesma proporção.

O realinhamento do escudo não visou alterar a opção genérica pela política de estabilidade cambial que vinha sendo prosseguida, uma vez que se mantinham válidos os argumentos que justificavam esta opção, mas apenas ganhar alguma margem de manobra, designadamente para fazer face a ajustamentos nas paridades de outras divisas ou a desenvolvimentos inesperados. Tratou-se, no fundo, de uma deslocação da banda de flutuação do escudo para baixo, sem uma efectiva desvalorização da moeda nacional, isto é, sem uma efectiva alteração imediata da sua taxa de câmbio (gráfico VI.13).

Gráfico VI.13

EVOLUÇÃO DO ESCUDO

Taxa de câmbio do marco em relação ao escudo[(a)]



Nota:
(a) Marco/100 Escudos.

Neste contexto, após o realinhamento, o Banco de Portugal actuou no sentido de defender a taxa de câmbio do escudo em torno dos níveis relativamente estáveis que ela vinha registando. Em média, a taxa de câmbio efectiva

do escudo caiu cerca de 0.5 por cento em Novembro, face a Outubro, e subiu marginalmente em Dezembro (0.1 por cento) (gráfico VI.5) (ver caixa "A crise do SME e a actuação do Banco de Portugal").

O impacte desta perturbação de origem cambial sobre o mercado monetário foi também moderado e basicamente circunscrito, no tempo, à última semana de Novembro. Nesta semana, as taxas do MMI subiram em média, face à semana anterior, cerca de 5 pontos percentuais no *overnight*, mas apenas 1.7 pontos percentuais a um mês e menos ainda nos prazos mais longos, indiciando uma percepção do mercado de que a perturbação seria rapidamente ultrapassada, como efectivamente aconteceu. Na semana seguinte, as taxas reduziram-se para níveis semelhantes aos prevalecentes antes da crise e, ao longo de Dezembro, observou-se uma clara tendência para a sua redução progressiva, designadamente no prazo de um mês (gráfico VI.4). Esta evolução foi acompanhada por uma estabilização da taxa *overnight*, cuja volatilidade caiu em Dezembro para os valores mais baixos registados desde Agosto (gráfico VI.9).

No mercado primário de bilhetes do Tesouro, a evolução das taxas de juro ao longo deste período aparece distorcida pela opção do Tesouro de recusa de numerosas colocações, apenas aceitando propostas com taxas relativamente baixas, durante Novembro e parte de Dezembro. A alteração desta política na parte final de Dezembro traduziu-se numa subida das taxas face aos meses anteriores, a qual não pode, contudo, ser entendida como sinal duma tendência de subida (gráfico VI.2).

Em suma, no final do ano os mercados monetário e cambial apresentavam sinais claros de regresso à normalidade, no quadro duma política de manutenção da estabilidade da taxa de câmbio do escudo. As principais taxas de juro do mercado monetário encontravam-se ainda cerca de 1.5-2 pontos percentuais acima dos seus valores pré-crise de Setembro, mas apresentavam uma tendência de descida (gráfico VI.4). De igual modo, os diferenciais de taxa de juro entre o euro-escudo e o marco indiciavam um risco cambial da moeda nacional superior ao observado antes de Setembro, mas evidenciando também sinais de redução (gráfico VI.12). Por seu turno, as saídas líquidas de capitais espontâneos continuavam a reduzir-se (gráfico VI.6).

Nestas condições, o Banco de Portugal decidiu antecipar, para 16 de Dezembro, a completa liberalização dos movimentos de capitais com o exterior. Esta medida foi bem aceite pelos mercados e a liberalização processou-se sem qualquer perturbação.

1.3 Situação monetária

1.3.1 Agregados monetários e de liquidez

O ritmo de crescimento do agregado L^- (activos líquidos na posse de residentes não financeiros) aumentou consideravelmente no início de 1992, cifrando-se em 19.5 por cento[7] em Março, após o que se reduziu fortemente, com particular destaque na segunda metade do ano, até atingir 12.5 por cento em Dezembro. O agregado de liquidez mais lato que engloba também as aplicações de carácter líquido[8] de fundos de investimento (L^- alargado), apresentou uma evolução no mesmo sentido, denotando, todavia, uma desaceleração menos intensa a partir de Setembro do que o agregado L^-, com aproximação no final do ano (gráfico VI.14).

A evolução da liquidez da economia enquadra-se num contexto de redução do ritmo de crescimento do rendimento nominal, mas, em especial no segundo semestre, reflecte igualmente importantes ajustamentos da carteira de activos do público não bancário, associados à descida da remuneração relativa dos activos incluídos nos agregados de liquidez face aos títulos de dívida pública e face aos ac-

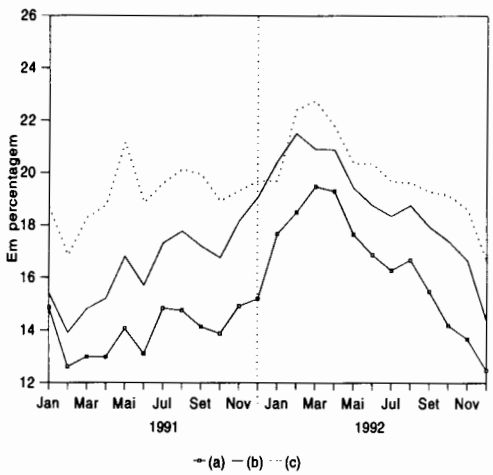
(7) Salvo indicação em contrário as taxas de crescimento referidas no texto correspondem à variação percentual em relação ao período homólogo do ano anterior.

(8) Essencialmente depósitos bancários, bilhetes do Tesouro e CLIP e outros títulos do mercado monetário.

Gráfico VI.14

AGREGADOS MONETÁRIOS E FINANCEIROS

Taxas de variação homóloga anual



Notas:

(a) L^-.

(b) L^- alargado (L^- + aplicações líquidas de fundos de investimento).

(c) L^- alargado + aplicações do sector não bancário em títulos da dívida pública.

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).

tivos reais (designadamente importados) e activos financeiros denominados em moeda estrangeira. Subjacente à referida alteração da remuneração relativa dos activos líquidos esteve, por um lado, o anúncio do calendário de liberalização dos movimentos de capitais em meados de Agosto e, por outro, o eclodir da crise do mecanismo de taxas de câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME). O anúncio da liberalização dos movimentos de capitais traduziu-se numa queda abrupta das taxas de juro dos depósitos a prazo, com particular destaque para os prazos mais longos, após uma relativa estabilidade na primeira metade do ano, bem como das respeitantes aos bilhetes do Tesouro reforçando, neste caso, a tendência delineada desde o início de 1992. O deflagrar da crise cambial, por seu turno, traduziu-se num aumento das expectativas de desvalorização do escudo e, consequentemente, numa subida da rendibilidade esperada das aplicações em moeda estrangeira e dos activos reais importados.

***

No decurso dos primeiros seis meses do ano, o agregado L^- evidenciou uma evolução bastante diferenciada no primeiro e no segundo trimestres. De facto, à forte aceleração observada até Março, sucedeu um nítido abrandamento na segunda metade do semestre, mantendo, contudo, um ritmo de crescimento elevado. A aceleração da liquidez da economia nos primeiros três meses do ano terá tido subjacente um crescimento ainda forte da despesa nominal, indiciando que a política monetária não acomodatícia prosseguida tardava em ter efeitos sobre a moderação da procura e, desta forma, sobre a criação de liquidez.

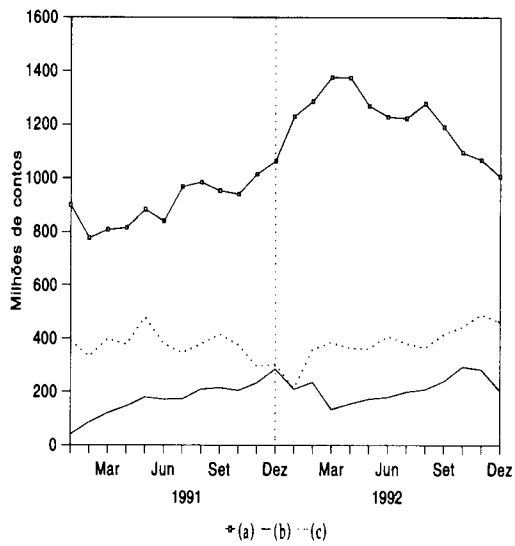
Com efeito, o processo de reintermediação bancária, associado ao fim dos limites de crédito, que influenciou significativamente a evolução dos agregados monetários na segunda metade de 1991, terá sido menos nítido neste período. De facto, no ano anterior o aumento das aplicações do público em activos financeiros de elevada liquidez foi compensado por uma redução das aplicações deste sector em títulos de dívida pública; nos primeiros meses de 1992, pelo contrário, o sensível acréscimo das aplicações monetárias coincidiu com um aumento do fluxo de aplicações em títulos de dívida pública (gráfico VI.15). Este desenvolvimento traduziu-se numa forte aceleração do agregado mais lato que engloba as aplicações financeiras do público em activos líquidos e em títulos de dívida pública, em paralelo com a trajectória seguida pelos agregados de liquidez nos primeiros meses do ano e em contraste com a evolução observada na parte final de 1991 (gráfico VI.14).

A queda do ritmo de expansão dos agregados monetários no segundo trimestre, em particular o menor desvio do crescimento do agregado L^- relativamente à trajectória programada, constituiu um indício de que a persistência de uma política monetária não acomodatícia estaria a começar a ter efeitos mais

Gráfico VI.15

APLICAÇÕES MONETÁRIAS E EM TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA PELO PÚBLICO NÃO BANCÁRIO

Fluxos anuais



Notas:

(a) L^-.

(b) Aplicações líquidas de fundos de investimento.

(c) Aplicações do sector não bancário em títulos de dívida pública.

significativos sobre a procura nominal. Esta interpretação parece ser corroborada pela evolução de outros indicadores da esfera financeira (à frente analisados), designadamente pela desaceleração do crédito interno ao sector privado e pela redução da taxa de juro do crédito bancário por carteira comercial. Por outro lado, no entanto, a tendência de evolução do financiamento total[9] às empresas e particulares foi menos clara, suscitando algumas dúvidas quanto ao alcance daquela interpretação (gráfico VI.29). A convergência do ritmo de expansão do agregado L^- para a trajectória estabelecida no programa monetário afigurava-se particularmente relevante já que eliminaria a pressão inflacionária subjacente a um excessivo crescimento da liquidez da economia, ajudando, assim, à consolidação do processo desinflacionista.

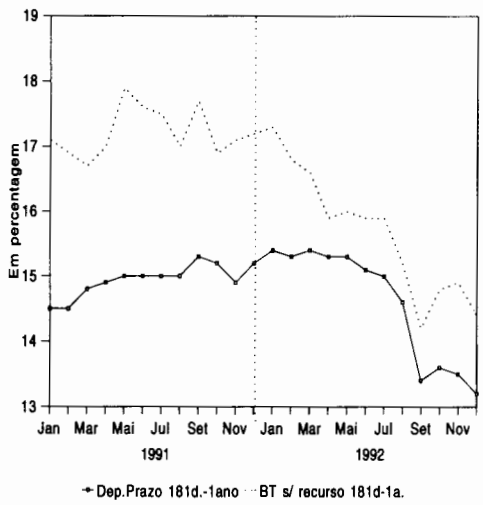
A partir de meados de Agosto, o impacto do anúncio da liberalização dos movimentos de capitais sobre as taxas de juro dos activos incluídos nos agregados de liquidez teve como consequência uma alteração das escolhas de carteira do público. Este impacto continuou a fazer-se sentir durante o mês de Setembro, havendo sinais de que a crise cambial que eclodiu neste mês terá tido essencialmente um efeito indirecto sobre as substituições de carteira dos particulares. No caso das empresas, contudo, assistiu-se a um efeito mais directo, traduzido por substituição de crédito externo por interno, existindo igualmente indícios de aumento de aplicações em activos externos.

Com efeito, no período Agosto-Setembro os bancos reduziram as taxas de juro dos depósitos a prazo em 1.6 e 2.5 pontos percentuais, respectivamente no caso dos depósitos a seis meses e um ano, contra apenas 0.2 e 0.6 pontos percentuais nos primeiros sete meses do ano, enquanto as taxas de juro dos bilhetes do Tesouro a seis meses passados para o público experimentaram uma quebra de 1.7 pontos percentuais, o que compara com 1.3 pontos percentuais no período Janeiro-Julho (gráfico VI.16 e VI.24). Este facto, a que acresceu o aparecimento de restrições de oferta de depósitos a prazos mais longos por parte dos bancos, terá estado na base da forte substituição de activos incluídos nos agregados de liquidez, com destaque, num primeiro momento, para os bilhetes do Tesouro, por outros títulos de dívida pública. Assim, as compras (líquidas de amortizações) de títulos de dívida pública (excluindo bilhetes do Tesouro e CLIP) pelo público não bancário ascenderam a cerca de 130 milhões de contos neste mês, valor muito superior à média dos meses anteriores, dos quais

(9) Incluindo o crédito interno bancário, o financiamento obtido junto do mercado de capitais interno e o financiamento externo. Neste último caso, considerou-se um conceito lato que contempla não só os créditos financeiros obtidos no exterior, mas também as aplicações em acções e obrigações privadas, o investimento directo estrangeiro, bem como as outras operações a curto prazo, erros e omissões incluídas na balança de pagamentos que se consideram maioritariamente constituídas por créditos comerciais dirigidos ao sector privado.

Gráfico VI.16

TAXAS DE JURO DOS DEPÓSITOS A PRAZO E DE BILHETES DO TESOURO CEDIDOS AO PÚBLICO(a)



Nota:

(a) Valores corrigidos de observações anómalas.

Quadro VI.5

APLICAÇÕES (LÍQUIDAS DE AMORTIZAÇÕES) DO PÚBLICO EM TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA

Milhões de contos

	Certificados de aforro	Tesouro familiar	Outros títulos	Total
1992	223.4	190.4	47.2	460.9
Janeiro	15.7	1.8	-77.0	-59.5
Fevereiro	27.8	11.6	65.6	105.0
Março	22.4	21.3	-1.0	42.6
Abril	13.9	19.2	-14.1	18.9
Maio	17.1	19.4	24.0	60.4
Junho	13.5	12.4	-2.2	23.6
Julho	20.8	22.7	-80.8	-37.3
Agosto	24.3	25.0	29.0	78.3
Setembro	34.2	34.9	64.4	133.5
Outubro	27.8	10.0	-6.8	31.0
Novembro	5.0	10.7	29.6	45.2
Dezembro	1.0	1.6	16.7	19.2

mais de metade correspondeu a aquisições de certificados de aforro e obrigações do tesouro familiar em mercado primário e o remanescente a compras em mercado secundário, provavelmente intermediadas por fundos de investimento (quadro VI.5). Deste modo, o ritmo de expansão do agregado financeiro mais lato que engloba, para além do L^- e das aplicações de elevada liquidez dos fundos de investimento, as aquisições (líquidas) de títulos de dívida pública por residentes não bancários, reduziu-se apenas 0.3 pontos percentuais em Setembro, valor bastante inferior aos observados para os agregados L^- e L^- alargado (respectivamente, 1.2 e 0.9 pontos percentuais).

O aludido impacto indirecto da crise cambial sobre as escolhas de carteira dos particulares, em Setembro, operou-se através do aumento da oferta de títulos nacionais decorrente do desinvestimento por parte de não residentes. Globalmente, as referidas vendas (líquidas) por não residentes ascenderam neste mês a cerca de 340 milhões de contos, dos quais mais de 90 por cento relativas a títulos de dívida pública, quase igualmente repartidas entre obrigações a taxa fixa e a taxa variável (quadro VI.6 e gráfico VI.17).

Quadro VI.6

INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ESTRANGEIRO POR TIPO DE INSTRUMENTO

Fluxos líquidos mensais

Milhões de contos

	Obrigações dívida pública				
	Taxa fixa	Taxa variável	Total	Outras aplicações	Total
1992	-101	-312	-412	104	-308
Janeiro	16	-10	6	0	7
Fevereiro	15	-7	8	6	14
Março	25	-3	-22	23	45
Abril	31	-22	9	12	21
Maio	4	-14	-10	20	10
Junho	1	-13	-12	22	10
Julho	4	-0	4	25	29
Agosto	-44	-32	-77	30	-47
Setembro	-142	-166	-309	-34	-343
Outubro	1	28	-27	-9	-36
Novembro	-18	-13	-30	3	-27
Dezembro	6	-4	2	7	9

Quadro VI.7

CARTEIRA DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DO SISTEMA BANCÁRIO INTERNO E DAS SUCURSAIS DE BANCOS PORTUGUESES NO ESTRANGEIRO

Variações mensais

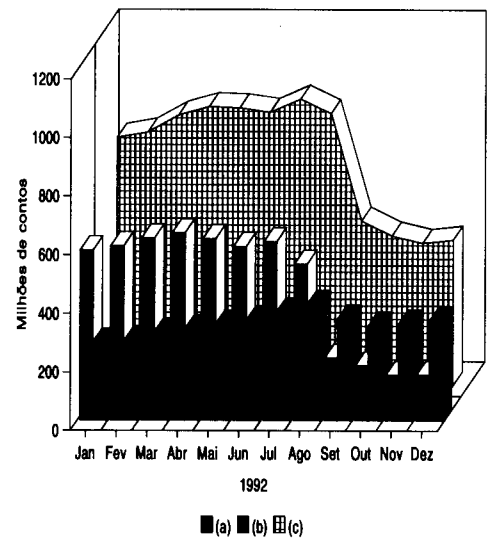
Milhões de contos

	Carteira de títulos do sistema bancário interno	Carteira de títulos das sucursais de bancos portugueses no estrangeiro
1992		
Janeiro	89.3	21.9
Fevereiro	-75.0	9.5
Março	4.4	25.6
Abril	13.0	25.1
Maio	-16.0	-41.1
Junho	22.6	-13.1
Julho	-7.2	7.1
Agosto	39.2	-67.9
Setembro	261.5	-236.8
Outubro	28.4	-17.1
Novembro	3.0	-13.7
Dezembro	43.4	1.1

Gráfico VI.17

INVESTIMENTO MOBILIÁRIO ESTRANGEIRO POR TIPO DE INSTRUMENTO

Posições em fim de período



Notas:

(a) Obrigações de dívida pública.

(b) Outros.

(c) Total.

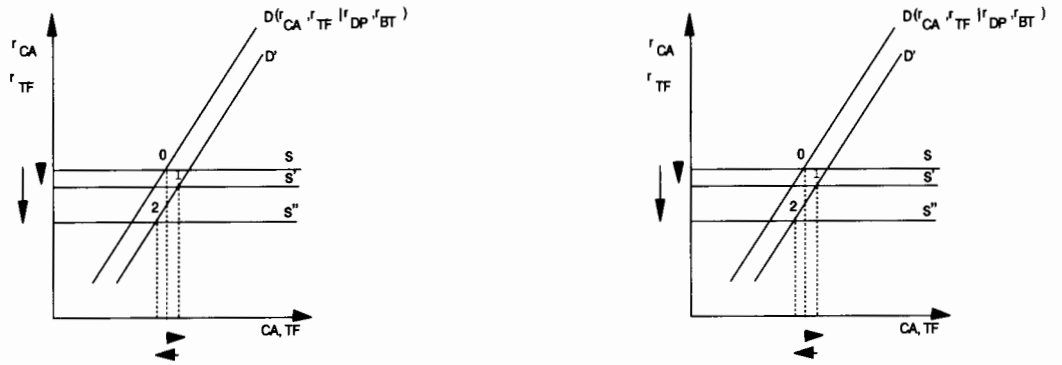
A situação de excesso de oferta de títulos que se gerou foi reequilibrada sem que daí decorresse uma subida drástica da respectiva rentabilidade em mercado secundário, a qual não atingiu 1 ponto percentual no caso das obrigações Tesouro a taxa fixa com prazo residual de 2 anos. Este desenvolvimento resultou, em larga medida, das referidas transacções de títulos entre residentes e não residentes terem envolvido essencialmente os *off-shore* da Madeira e as respectivas casas-mãe. Com efeito, à redução da carteira de títulos das sucursais de bancos portugueses no estrangeiro correspondeu um aumento quase idêntico da carteira do sistema bancário interno (cerca de 240 milhões de contos contra aproximadamente 260 milhões de contos) (quadro VI.7). O repatriamento de títulos nacionais pelo *off-shore* decorreu do aumento das expectativas de desvalorização do escudo que terão reduzido a rentabilidade esperada das aplicações em escudos relativamente às denominadas em moeda estrangeira.

Por outro lado, a forte redução das taxas de juro dos depósitos a prazo e dos bilhetes do Tesouro desviou a procura de activos financeiros por parte do público para outros títulos de dívida pública. Esta situação redundou inicialmente num aumento da quantidade procurada de certificados de aforro e de obrigações do tesouro familiar, não obstante a descida das respectivas taxas de juro (diagrama VI.1). Ao mesmo tempo, teve lugar uma queda da taxa de rendibilidade dos outros títulos de dívida pública indexada, apesar do aumento da oferta destes títulos resultante das vendas por não residentes. No caso dos certificados de aforro e das obrigações-tesouro familiar, a nova redução do *spread*[10] relativamente ao indexante de depósitos a prazo, não obstante a inércia deste, redundou numa queda de 1 ponto percentual das respectivas taxas de juro em

(10) O *spread* fora já alterado em Abril, daqui resultando uma redução de aproximadamente 1 ponto percentual das taxas de juro destes títulos.

Diagrama VI.1

AJUSTAMENTO DA CARTEIRA DE ACTIVOS FINANCEIROS DO PÚBLICO NÃO BANCÁRIO



DP — Depósitos a prazo
BT — Bilhetes do Tesouro
CA — Certificados de aforro
TF — Obrigações de Tesouro Familiar
^{r}DP — Taxa de juro de depósitos a prazo
^{r}BT — Taxa de juro de bilhetes de Tesouro
^{r}CA — Taxa de juro de certificados de aforro
^{r}TF — Taxa de juro das Obrigações de Tesouro Familiar

Setembro, tendo-se registado uma descida de valor aproximado (-0.8 pontos percentuais), no caso da taxa de rendibilidade em mercado secundário dos restantes títulos de dívida pública indexada (gráfico VI.18).

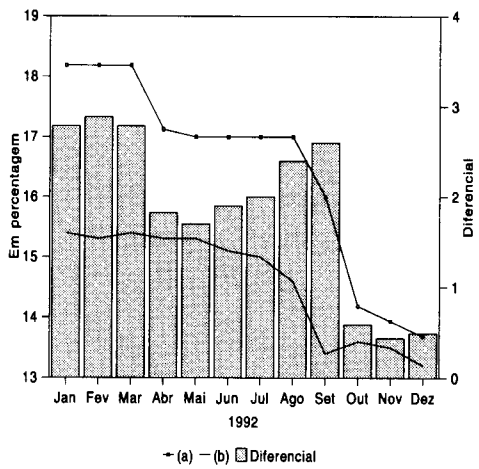
Em paralelo com as substituições de carteira de activos do público residente atrás descritas, ocorridas em Setembro, há indícios de se ter verificado alguma deterioração das expectativas deste sector quanto à evolução do valor externo do escudo. Com efeito, informação adicional relativa às aplicações do público em depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário interno e em títulos estrangeiros revela algum aumento destas aplicações (gráfico VI.19), apontando no mesmo sentido a informação preliminar, entretanto disponível, relativa a depósitos no exterior por parte de residentes não bancários. Da mesma forma, teve lugar uma clara alteração da composição dos passivos financeiros das empresas, assistindo-se a uma substituição de financiamento em moeda estrangeira por financiamento em moeda nacional.

Esta situação de expectativa de desvalorização do escudo ter-se-á mantido nos meses imediatos, como atestam as escolhas de carteira do público neste período. Com efeito, embora os ritmos de crescimento dos agregados de liquidez L^- e L^- alargado continuassem a reduzir-se de forma acentuada, não terá ocorrido, ao contrário do observado em Setembro, uma substituição tão intensa de activos monetários por títulos de dívida pública, já que as colocações (líquidas de amortizações) destes títulos junto do público não bancário se reduziram neste período para valores entre 45 e 19 milhões de contos por mês (quadro VI.5). Por um lado, a oferta destes títulos em mercado secundário por não residentes experimentou uma nítida quebra relativamente ao verificado em Setembro, passando para valores de ordem dos 20-30 milhões de contos por mês em parte absorvidos pelas carteiras dos bancos

Gráfico VI.18

REMUNERAÇÃO RELATIVA DA DÍVIDA PÚBLICA

A – Taxa de remuneração dos certificados de aforro[(c)] *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano



Notas:

(a) Certificados de aforro.

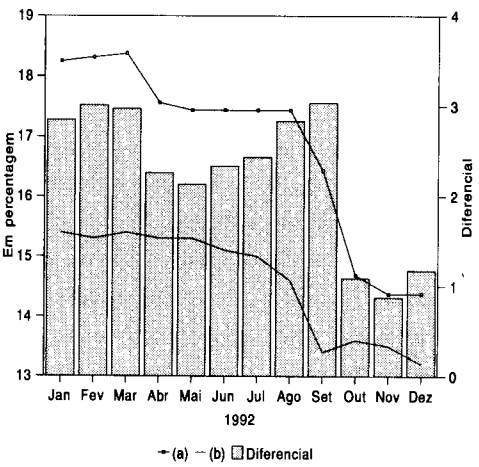
(b) Depósitos a prazo 181 dias – 1 ano, excluindo observações anómalas.

(c) Não inclui bónus de imobilização.

Gráfico VI.18

REMUNERAÇÃO RELATIVA DA DÍVIDA PÚBLICA

B – Taxa de remuneração das obrigações de Tesouro Familiar *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano



Notas:

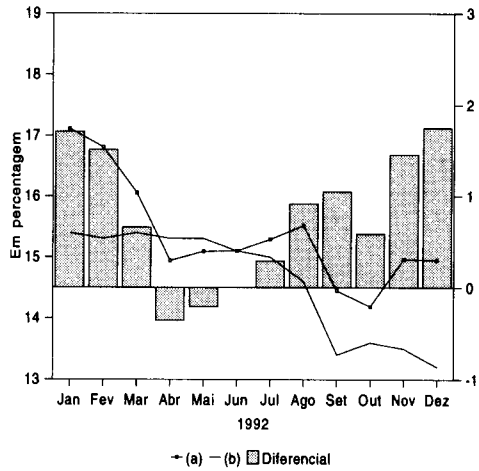
(a) Tesouro familiar.

(b) Depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano, excluindo observações anómalas.

Gráfico VI.18

REMUNERAÇÃO RELATIVA DA DÍVIDA PÚBLICA

C – Taxa de remuneração da dívida pública indexada *versus* depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano



Notas:

(a) Taxa de rentabilidade em mercado secundário da dívida pública indexada.

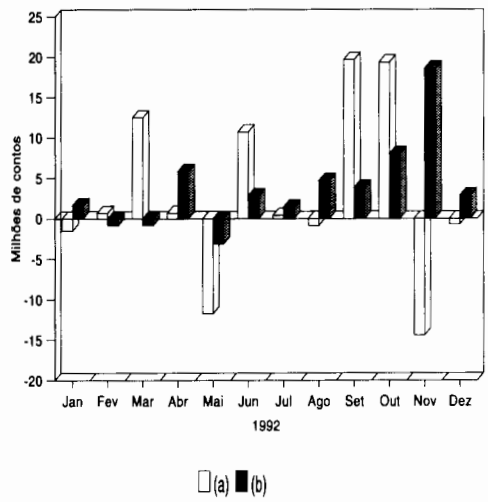
(b) Depósitos a prazo de 181 dias a 1 ano, excluindo observações anómalas.

(quadros VI.6 e VI.7), por outro, as colocações em mercado primário, que praticamente se restringiram a títulos destinados exclusivamente a particulares, evidenciaram uma clara redução relativamente aos valores observados ao longo do ano. No caso dos certificados de aforro, as emissões (líquidas) desceram de valores de cerca de 20 milhões de contos por mês para 5 milhões de contos e 1 milhão de contos, respectivamente em Novembro e Dezembro. Na origem deste último desenvolvimento terão estado a anulação do *spread* dos certificados de aforro e a nova redução do respeitante a obrigações do tesouro familiar relativamente ao indexante de depósitos a prazo, em Outubro, que se traduziram numa quebra muito acentuada das respectivas taxas de juro (cerca de 1.5 pontos percentuais), erodindo sobremaneira o diferencial de remuneração relativamente aos depósitos a prazo a seis meses cuja taxa de juro se manteve relativamente es-

Gráfico VI.19

APLICAÇÕES DE RESIDENTES EM ACTIVOS FINANCEIROS DENOMINADOS EM MOEDA ESTRANGEIRA

Fluxos mensais



Notas:

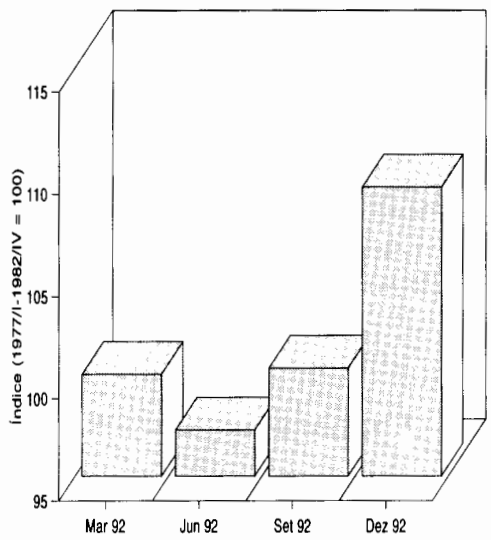
(a) Investimento mobiliário de residentes em títulos estrangeiros.

(b) Depósitos de residentes em moeda estrangeira.

Gráfico VI.20

COMÉRCIO POR GROSSO

Indicador qualitativo trimestral corrigido da sazonalidade



Fonte: Inquérito de Conjuntura ao Comércio por Grosso.

tabilizada no quarto trimestre, após a forte queda observada em Setembro (gráfico VI.18). Da mesma forma, a desertificação, na parte final do ano, dos leilões de títulos de dívida pública destinados também ao sector institucional (FIP e obrigações do tesouro – taxa fixa) deveu-se a um desencontro de taxa de juro entre a procura e a oferta.

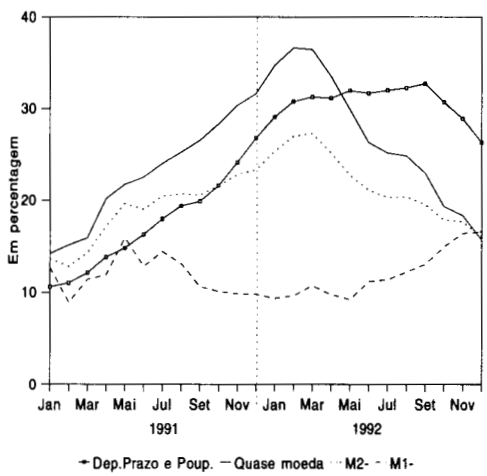
Confrontando a evolução dos agregados de liquidez com a informação relativa à esfera real da economia, verifica-se que a nítida redução do ritmo de crescimento da liquidez no último trimestre foi acompanhada por uma forte aceleração das importações de bens de consumo duradouro, bem como das vendas de automóveis e, ainda, por uma apreciável acumulação de *stocks* no comércio por grosso (gráfico VI.20). Paralelamente, o crédito interno a empresas e particulares continuou a acelerar em Novembro, desta feita, ao contrário do verificado nos dois meses anteriores, acompanhado por um significativo aumento do financiamento global (interno e externo) a este sector. Daqui poderá eventualmente concluir-se que uma parte deste acréscimo de crédito interno se terá destinado a financiar uma procura antecipada de importações. A evolução conjugada dos indicadores acima referidos parece indiciar que as expectativas de desvalorização do escudo por parte de residentes se terão agudizado nos últimos meses do ano, induzindo a substituição de activos financeiros denominados em escudos por activos reais importados. Este comportamento deverá estar associado ao prolongamento da crise cambial e ao facto do realinhamento do escudo no seio do MTC do SME, embora não correspondendo a uma efectiva depreciação da taxa de mercado, ter permitido aumentar a margem de manobra para uma eventual depreciação da moeda nacional ao deslocar para baixo a respectiva banda de flutuação. No entanto, a estratégia adoptada pelas autoridades monetárias no sentido da defesa da estabilidade do escudo terá permitido inverter aquelas expectativas em torno do final do ano.

Além de ajustamentos de carteira que envolveram os activos líquidos *versus* activos não incluídos nos agregados de liquidez, assistiu-se também em 1992 a alterações na composição dos agregados de liquidez. Assim, o ritmo de crescimento do agregado M^-_2, depois de atingir 27.3 por cento em Março, desceria continuamente até atingir 16 por cento no final do ano, mantendo, contudo, um valor bastante superior ao observado para os agregados L^- e L^- alargado (12.5 por cento e 14.4 por cento, respectivamente) (gráfico VI.21). Este facto reflecte a acentuação da quebra em valor absoluto dos bilhetes do Tesouro e CLIP cedidos ao

Gráfico VI.21

AGREGADOS MONETÁRIOS

Taxas de variação homóloga anual



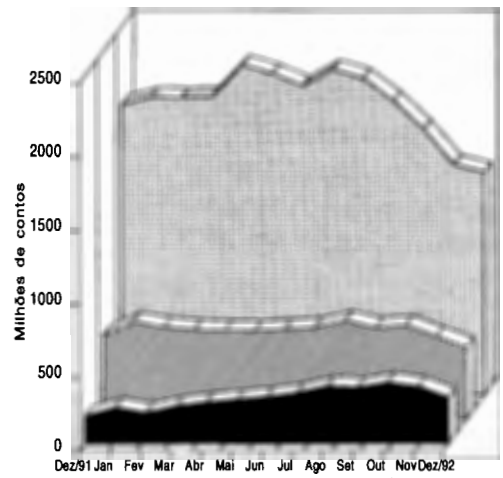
Nota: As taxas de crescimento dos agregados são calculadas sobre médias mensais de valores diários (apenas com base nas duas semanas intermédias do mês, até Agosto de 1991).

público sem acordo da recompra, mais nítida no caso do agregado L^-, mas também uma realidade se forem levadas em consideração as aplicações do público neste instrumento intermediadas por fundos de investimento, a qual deverá estar associada às diminutas colocações em mercado primário ocorridas na parte final do ano (gráfico VI.22).

A evolução do agregado M^-_2 conjuga evoluções muito distintas das suas componentes

Gráfico VI.22

BILHETES DO TESOURO E CLIP



Notas:

(a) Saldo na posse de agentes residentes não financeiros.

(b) Saldo na posse de agentes residentes não financeiros e instituições financeiras não monetárias.

(c) Saldo em circulação.

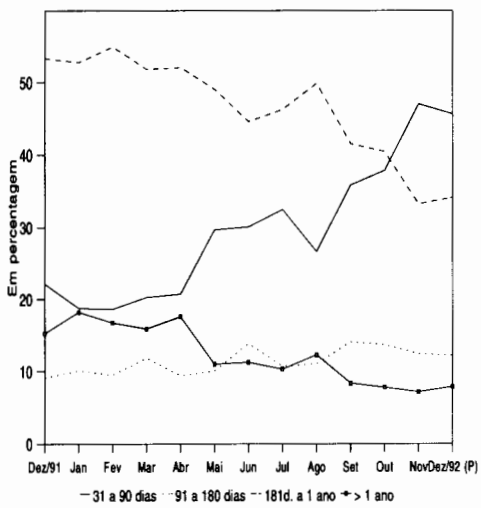
quase-moeda e M^-_1. Com efeito, a par de uma muito forte desaceleração da quase-moeda, cuja taxa de expansão desceu de 36.5 por cento no final do primeiro trimestre para 15.7 por cento em Dezembro, assistiu-se a ritmos de expansão crescentes do agregado M^-_1 a partir de Junho, vindo a atingir 16.6 por cento em Dezembro 1992 (ou seja, mais 7.0 pontos percentuais do que no final do ano anterior) (gráfico VI.21).

No caso da quase-moeda, observa-se, a partir de meados do ano, uma persistente redução em valor absoluto dos certificados de depósito e dos acordos de recompra de títulos, à qual não será alheia a intensificação da tendência delineada na segunda metade do ano anterior, no sentido de uma acentuada redução da remuneração relativa destes instrumentos face aos depósitos a prazo. Em simultâneo, verificou-se uma clara desaceleração dos depósitos a prazo e de poupança a partir de Outubro (cuja taxa de crescimento, após ter

Gráfico VI.23

ESTRUTURA DOS DEPÓSITOS A PRAZO

Constituição/renovação mensais

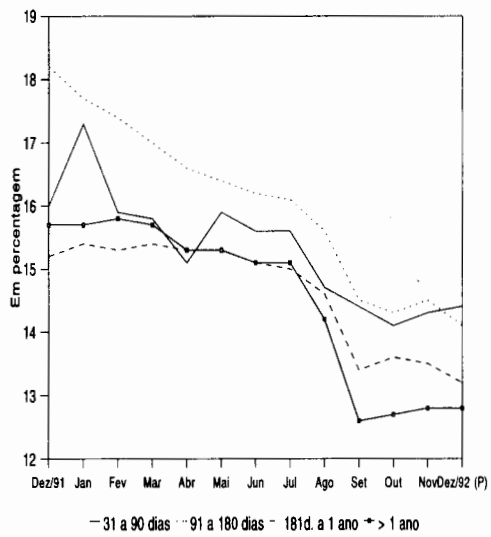


estabilizado em valores da ordem de 31-32 por cento até Setembro, desceu para 26.3 por cento no final do ano). O comportamento dos depósitos a prazo e de poupança deve decorrer essencialmente da alteração da remuneração relativa destes instrumentos face aos títulos de dívida pública e aos activos em moeda estrangeira, na sequência das fortes descidas de taxa de juro destes instrumentos e do aumento das expectativas de depreciação do escudo[11]. A par de uma redução no fluxo mensal de constituição deste tipo de depósitos, observou-se, desde Setembro, uma intensificação da tendência que começara a ser delineada no ano anterior no sentido do aumento do peso dos depósitos a prazo mais curto em detrimento dos depósitos a prazo mais longo. Assim, em Novembro e Dezembro, os depósitos a seis meses deixaram de representar a maior parcela do total de depósitos a prazo constituídos neste período, lugar que passaria a ser assumido pelos depósitos a prazo de 31 a 90 dias (gráfico VI.23). Esta evolução resulta de as descidas de taxas de juro ocorridas em Setembro terem sido mais drásticas no caso dos depósitos a seis meses e um ano, reflectindo não só as expectativas de descida das taxas de juro por parte dos bancos mas também uma tentativa de ajustar o prazo médio dos depósitos ao prazo médio do crédito, de modo a minorar os custos de curto prazo, para estas instituições, decorrentes de uma descida das taxas de juro (gráfico VI.24).

(11) De referir que, na sequência da liberalização da taxa de juro mínima dos depósitos a seis meses que teve lugar em Maio, os bancos continuaram a fixar taxas superiores ao anterior limite mínimo.

Gráfico VI.24

TAXAS DE JURO DOS DEPÓSITOS A PRAZO



Nota: Taxas de juro corrigidas de observações anómalas.

Finalmente, no que diz respeito à forte aceleração do agregado M_1 no período em análise, é de referir que esta reflecte o crescente ritmo de crescimento dos depósitos à ordem, o qual passou de 10.3 por cento em Dezembro de 1991 para 21.2 por cento no final do ano. Este comportamento dos depósitos à ordem relaciona-se com a liberalização da remuneração destes depósitos ocorrida em Maio e deve resultar da substituição de outros instrumentos anteriormente utilizados para remunerar pontas de tesouraria. Por sua vez, o crescimento da circulação monetária apresentou uma nítida quebra, situando-se em 3 por cento

em Dezembro, ou seja menos de metade do observado no final do ano anterior, o que deve reflectir o uso cada vez mais generalizado das ATM e dos pagamentos por via automática.

1.3.2 Agregados de crédito e outras contrapartidas de criação de moeda

A análise das contrapartidas da criação de liquidez permite identificar quais as origens da oferta de moeda que estão subjacentes à evolução dos agregados monetários. No decurso do primeiro semestre, o principal contributo para o crescimento anual de L^- continuou a provir do crédito interno bancário a empresas e particulares. No entanto, a sua importância relativa, em termos de fluxo anual, veio a decrescer acentuadamente a favor das contrapartidas externas, as quais, exerceram, contudo, uma menor pressão sobre os agregados monetários na parte final do semestre (gráfico VI.25).

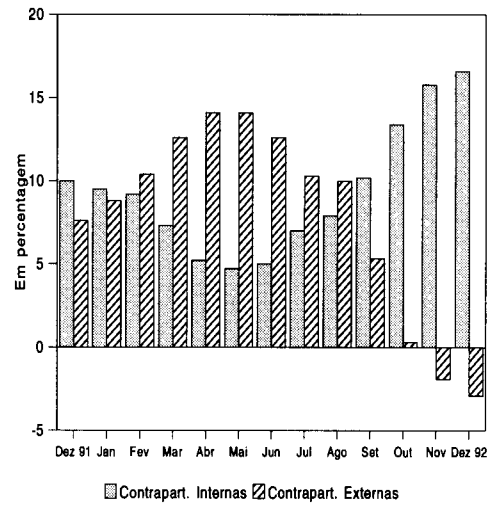
De qualquer modo, no conjunto dos primeiros seis meses do ano, à semelhança do verificado na segunda metade do ano anterior, o Banco de Portugal efectuou volumosas operações de esterilização no mercado monetário, com o objectivo de impedir que o substancial acréscimo de reservas cambiais se materializasse em aumentos avultados de base monetária e consequente expansão da oferta de moeda (quadro VI.2 e gráfico VI.7). Não obstante o elevado volume das referidas operações de esterilização não foi possível evitar, no primeiro trimestre, a forte aceleração dos agregados monetários atrás referida, em contraste com situação vivida em Maio e Junho, em que a menor pressão exercida pela contrapartida externa conjugada com a desaceleração do crédito interno ao sector privado, tornou possível um abrandamento do crescimento dos agregados monetários.

Nos primeiros dois meses do segundo semestre, a contrapartida externa de criação de liquidez continuou a apresentar valores positivos, se bem que inferiores aos observados no período homólogo de 1991. Pelo contrário, no

Gráfico VI.25

CONTRAPARTIDAS DA VARIAÇÃO ANUAL DE L^-

Em percentagem de L^- no início do período



Nota: As contrapartidas da variação de L^- são calculadas sobre médias de valores semanais (média simples dos valores do último dia do mês anterior e dos dias 8, 15, 22 e último dia do mês corrente).

período de Setembro a Dezembro, a contrapartida externa de criação de moeda registou um valor muito negativo, superior a 800 milhões de contos, o qual foi compensado por um sensível acréscimo da contrapartida de origem interna (cerca de 1000 milhões de contos), o que compara com valores positivos de, respectivamente, cerca de 270 milhões de contos e 190 milhões de contos em idêntico período do ano anterior (quadro VI.8). Daqui resulta, contudo, que o acréscimo de L^- naquele período de 1992 terá sido inferior a metade do observado no mesmo período do ano transacto, facto que deverá estar relacionado, não só com os efeitos da crise cambial sobre a criação de moeda, mas também com outros efeitos do lado da procura: desintermediação bancária e desvio para consumo, em consequência da queda das taxas de juro reais (gráfico VI.26), a qual foi acentuada pela liberalização dos movimentos de capitais, e, ainda, com a desaceleração do rendimento nominal.

Quadro VI.8

CONTRAPARTIDAS DA VARIAÇÃO DE L^-

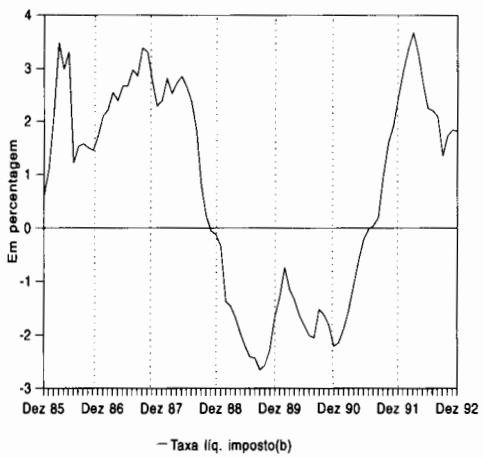
Milhões de contos

	1991	1992	1992										
	Ano	Ano	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Origens da variação da liquidez interna:														
1. Sector Público Administrativo	119.6	312.1	17.0	76.8	-70.2	-2.6	-42.1	-80.8	116.7	136.5	117.4	89.6	-33.2	-13.0
2. Empresas e particulares	1202.3	1224.1	126.8	25.4	66.7	76.0	36.6	105.8	129.4	80.2	97.4	193.8	138.0	148.0
2.1. Empresas não financeiras e particulares	1038.9	982.9	73.9	36.5	75.9	50.8	21.5	108.2	90.9	102.3	51.1	150.7	108.7	112.4
2.2. Instituições financeiras não monetárias	163.2	241.2	52.5	-11.8	-8.7	23.3	15.0	-1.9	39.7	-20.9	46.5	42.9	29.5	35.1
2.3. Caixas de crédito agrícola mútuo e caixas económicas	0.2	-0.1	0.4	0.6	-0.5	1.9	0.1	-0.4	-1.2	-1.3	-0.2	0.2	-0.1	0.5
3. Outras contrapartidas internas	-639	-200.4	-82.3	-76.2	43.9	-123.1	-20.0	-35.8	-40.7	-132.2	-23.2	-28.8	99.7	218.3
4.(=1.+2.+3.) Contrapartidas internas ...	682.9	1335.6	61.5	25.9	40.5	-49.7	-25.6	-10.8	205.4	84.5	191.5	254.6	204.5	353.3
5. Contrapartidas externas	522.1	-236.7	40.7	74.6	81.2	139.1	64.2	32.8	25.7	118.4	-234.8	-339.5	-138.6	-100.5
6.(=4.+5.) Variação de L^-	1205	1098.5	102.2	100.5	121.5	89.4	38.6	22.0	231.0	202.9	-43.3	-85.0	65.9	252.8

Nota: 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, Nº 1, Março de 1991)

Gráfico VI.26

TAXA DE JURO DEFLACIONADA DOS DEPÓSITOS A PRAZO DE 181 DIAS A 1 ANO[(a)]



Notas:

(a) Taxa de juro corrigida de observações anómalas líquida de IRS e deflacionada pela média móvel dos últimos 3 meses do IPC.

(b) Até Dezembro de 1988 considerou-se a taxa do imposto de capitais (incluindo sobretaxa); a partir de Janeiro de 1989 considerou-se a taxa liberatória do IRS (20%).

***

À semelhança dos agregados monetários, a evolução dos agregados de crédito, no decurso de 1992, repercutiu os efeitos do anúncio da liberalização dos movimentos de capitais e da crise cambial, num contexto de desaceleração da actividade económica.

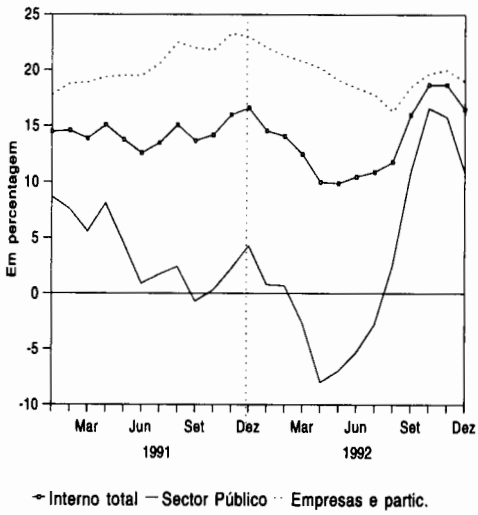
O crédito interno bancário a empresas e particulares expandiu-se a taxas sucessivamente menores no decurso dos primeiros oito meses do ano, passando de 23 por cento no final de 1991 para 16.3 por cento em Agosto do ano em análise. Seguiu-se um período de contínua aceleração, que culminaria em Novembro com um crescimento de 20 por cento, após o que voltaria a descer para 19 por cento em Dezembro (gráfico VI.27).

De acordo com a informação disponível de carácter trimestral, a desaceleração do crédito interno a empresas e particulares até Junho reflecte essencialmente a evolução do crédito a empresas, cujo crescimento passou de 26.5 por

Gráfico VI.27

AGREGADOS DE CRÉDITO INTERNO

Taxas de variação homóloga anual

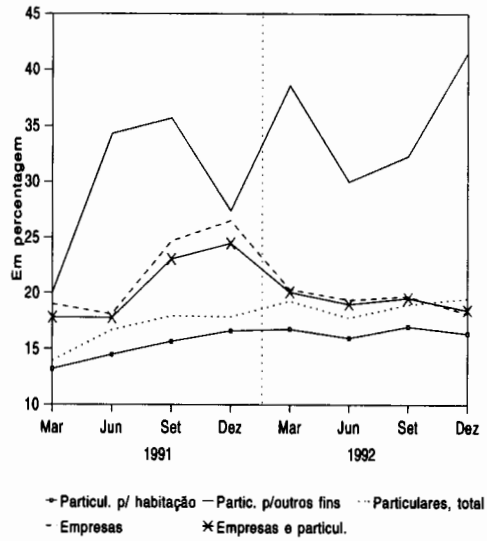


Nota: As taxas de crescimento dos agregados são calculadas sobre médias mensais de valores semanais corrigidos da componente "anormal" de cheques (médias simples dos valores do último dia do mês anterior e dos dias 8, 15, 22 e último dia do mês corrente).

Gráfico VI.28

CRÉDITO INTERNO A PARTICULARES POR FINALIDADES E A EMPRESAS

Taxas de variação homóloga anual



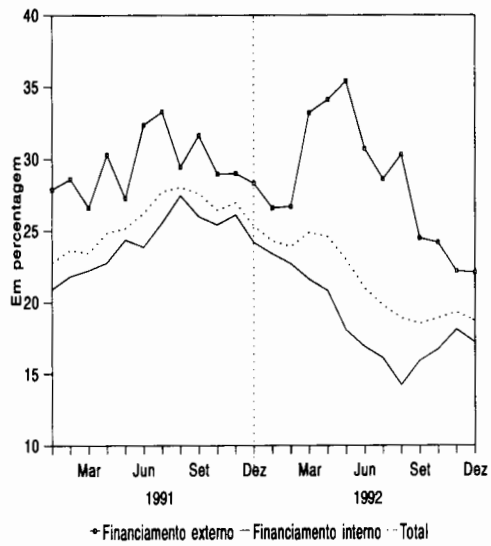
cento em Dezembro de 1991 para 19.4 por cento no final do segundo trimestre (gráfico VI.28). Esta situação decorre não só do crédito a empresas representar mais de três quartos do crédito bancário interno ao sector privado, mas também do facto de o crédito dirigido a particulares, embora desacelerando relativamente ao verificado no final do primeiro trimestre, apresentar um ritmo de expansão próximo do registado no final do ano anterior (17.7 por cento), o que se deve exclusivamente à evolução do crédito ao consumo. Em Setembro, todas as componentes do crédito ao sector privado experimentaram uma aceleração do respectivo crescimento, com particular destaque para o crédito ao consumo que cresceu 32.3 por cento (mais 2.3 pontos percentuais relativamente ao final do segundo trimestre) mas também para o crédito à habitação cuja taxa de expansão aumentou 1.1 pontos percentuais relativamente a Junho, situando-se em 17 por cento. No final do ano, todas as componentes do crédito interno a empresas e a particulares evidenciaram uma desaceleração do seu crescimento, com excepção do crédito ao consumo, que atingiu uma taxa de expansão superior a 40 por cento. Daqui resultou, pela primeira vez nos últimos dois anos, um crescimento do crédito a particulares superior ao dirigido a empresas. Embora o crédito ao consumo directamente intermediado pelos bancos continue a deter uma parcela diminuta do total do crédito bancário (cerca de 3 por cento), será de realçar que uma parte crescente do crédito a empresas diz respeito ao crédito concedido a instituições financeiras especializadas na concessão daquele tipo de crédito. A forte aceleração do crédito a particulares deve constituir uma reacção à acentuação da descida de taxas de juro ocorrida neste período, denotando também a permanência de expectativas relativamente favoráveis quanto à evolução futura do rendimento das famílias, bem como a continuação de um ajustamento progressivo em direcção a níveis de endividamento desejados após a remoção de restrições de carácter administrativo.

A redução do ritmo de crescimento do crédito interno bancário ao sector privado é especialmente relevante, enquanto indicador de uma menor pressão da procura de crédito, pelo facto de ter sido acompanhada por um menor ritmo de expansão do financiamento total a este sector. No entanto, no período de Março a Maio de 1992, observou-se uma aceleração considerável do financiamento externo dirigido ao sector privado, após o que se seguiu um período de alguma redução do crescimento deste tipo de crédito, mantendo, todavia, taxas de expansão muito elevadas. Este facto atenuou o impacto da desaceleração do crédito interno sobre o ritmo de crescimento do financiamento total (gráfico VI.29). Na parte final do ano, com o deflagrar da crise cambial, as empresas substituíram crédito externo por interno. Daqui resultou uma certa contenção do ritmo de desaceleração do financiamento total ao sector privado neste período, registando-se mesmo alguma aceleração em Outubro e, especialmente, em Novembro.

Gráfico VI.29

FINANCIAMENTO A EMPRESAS E PARTICULARES

Taxas de variação homóloga anual

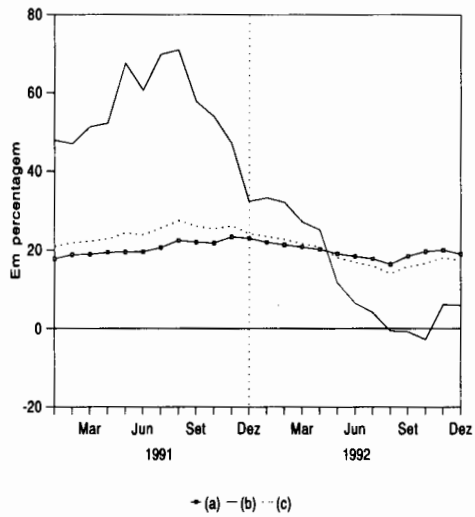


Será de realçar que, não obstante a evolução atrás descrita, o crescimento médio do financiamento total ao sector privado se manteve num nível muito elevado, sendo de 21.0 por cento no conjunto de 1992 o que compara com 25.8 por cento no ano anterior. Da mesma forma, o ritmo de expansão médio do crédito interno bancário dirigido a este sector foi de 19.4 por cento (contra 20.7 por cento em 1991). Em contrapartida, o financiamento obtido pelas empresas junto do mercado de capitais interno continuou a expandir-se a taxas cada vez menores nos primeiros oito meses do ano, após o que se seguiu uma ligeira recuperação (gráfico VI.30). Esta evolução segue-se à drástica redução do respectivo ritmo de crescimento observada na segunda metade do ano, a qual esteve associada ao fenómeno de reintermediação bancária decorrente do fim dos limites de crédito.

Gráfico VI.30

FINANCIAMENTO INTERNO A EMPRESAS E PARTICULARES

Taxas de variação homóloga anual



Notas:

(a) Crédito interno bancário.

(b) Mercado de capitais interno.

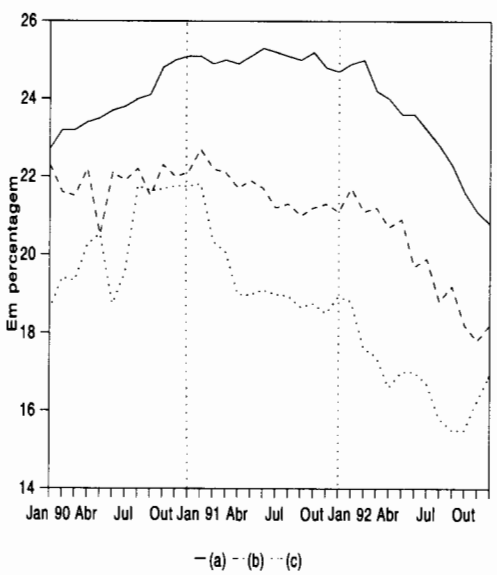
(c) Total interno.

O forte crescimento do endividamento do sector privado num contexto de abrandamento da actividade económica pode desencadear situações de insolvência que naturalmente suscitam preocupações às autoridades monetárias.

A taxa de juro da carteira comercial de 91 a 180 dias (empresas privadas não financeiras) após ter subido 0.3 pontos percentuais entre Dezembro de 1991 e Fevereiro do ano corrente, viria a reduzir-se continuamente até atingir 23.6 por cento em Maio (menos 1.1 pontos percentuais do que no final do ano anterior), a que se seguiu uma virtual estabilização no final do semestre (gráfico VI.31). Esta evolução contrasta com a firmeza evidenciada ao longo de todo o ano transacto e conjuga-se com a desaceleração do crédito interno a empresas e particulares, no sentido de apontar para uma menor pressão da procura de crédito, a qual estaria a reflectir o efeito desfasado da política prosseguida e também alguma substituição por crédito externo.

Gráfico VI.31

TAXAS DE JURO ACTIVAS



Notas:

(a) Carteira comercial referente a empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias), excluindo observações anómalas.

(b) Empréstimos e outros créditos de empresas privadas não financeiras (91 a 180 dias), excluindo observações anómalas.

(c) Crédito sindicado a empresas públicas não financeiras, liderado pelo Banco Chemical (6 meses).

No que diz respeito à taxa de juro dos empréstimos e outros créditos (91 a 180 dias) destinados a empresas privadas não financeiras, observou-se igualmente uma tendência para a sua redução, com oscilações, ao largo do semestre, situando-se no final deste em 19.7 por cento, ou seja, 1.4 pontos percentuais abaixo do verificado no final do ano anterior (gráfico VI.31).

A taxa de juro do crédito sindicado – empréstimos CRISTAL – destinado a empresas públicas não financeiras (seis meses), a qual constitui um indicador da evolução do custo do crédito para os melhores devedores[12], continuou a ser fortemente determinada pela evolução das taxas de juro praticadas no mercado monetário, em contraste com a evolução da taxa da carteira comercial (gráfico VI.3). Assim, a taxa do crédito sindicado desceu muito acentuadamente até Abril, situando-se em 16.6 por cento neste mês, o que corresponde a uma redução de 2.3 por cento percentuais relativamente a Dezembro do ano anterior, e iguala a taxa média de colocação de bilhetes do Tesouro em mercado primário (gráfico VI.31). Este movimento de descida muito pronunciado das taxas de juro em Abril, reflectindo o impacto da adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio do SME, à semelhança do verificado noutros segmentos do mercado, viria a ser parcialmente invertido em Maio e Junho, situando-se então aquela taxa em 17 por cento. Esta situação traduziu-se num afastamento temporário relativamente à taxa dos bilhetes do Tesouro.

O anúncio da liberalização dos movimentos de capitais, em meados de Agosto, conju-

(12) Se bem que esteja enviesado para baixo por não incluir o valor das comissões. Será, no entanto, de referir que dada a maior concorrência na concessão deste tipo de crédito as comissões têm denotado uma tendência para baixar.

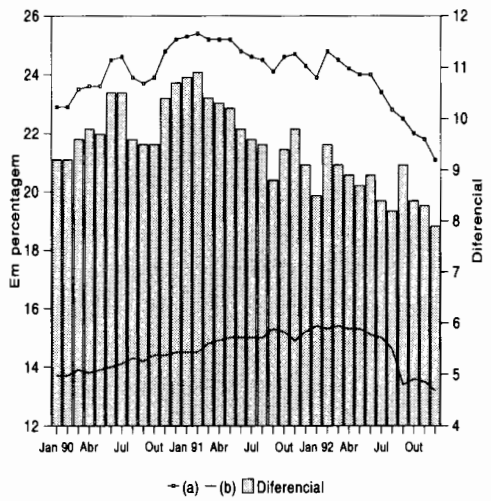
gado com a alteração da actuação do Banco de Portugal no mercado monetário (descida das respectivas taxas de intervenção e menores volumes de absorção de liquidez), esteve na origem da queda muito forte das taxas de juro em mercados organizados, especialmente nos prazos mais curtos. É o caso da taxa de juro do crédito sindicado (empréstimos CRISTAL) a seis meses, que se reduziu 0.9 pontos percentuais em Agosto, situando-se em 15.8 por cento, enquanto a respeitante ao crédito concedido por carteira comercial apenas caiu 0.4 pontos percentuais, atingindo 22.8 por cento naquele mês (gráfico VI.31). Contudo, dada a menor substituibilidade deste último tipo de crédito por financiamento externo, uma nova descida da respectiva taxa de juro – que havia ascendido a 1.5 pontos percentuais no período Janeiro-Julho – deverá constituir um sinal adicional da desaceleração da procura de crédito. Por outro lado, a margem de juro dos clientes de maior risco continuou a reduzir-se em Agosto, ao mesmo tempo que se inverteu (pontualmente) neste mês a tendência detectada nos meses anteriores no sentido da subida da margem de juro dos melhores clientes. Alargou-se, assim, a disparidade entre ambas, sendo a primeira superior a 8 pontos percentuais e a segunda inferior a 0.5 pontos percentuais (gráfico VI.32).

O maior recurso ao crédito interno bancário pelas empresas em detrimento do financiamento de origem externa não impediu, todavia, que as taxas de juro do crédito concedido por carteira comercial e dos empréstimos e outros créditos continuassem a reduzir-se no período posterior a Agosto até ao final do ano, respectivamente 2 e 0.6 pontos percentuais (no prazo de 91 a 180 dias). Pelo contrário, a taxa de juro do crédito sindicado (empréstimos CRISTAL) a seis meses evidenciou uma nova descida em Setembro (para 15.5 por cento), tendo estabilizado a este nível no mês seguinte, após o que acompanhou desfasadamente a subida das taxas de juro do mercado monetário, ascendendo a 16.9 por cento no final de 1992 (valor próximo do registado em meados

Gráfico VI.32

MARGENS DE JURO

A – Taxa de juro do crédito comercial *versus* depósitos a prazo

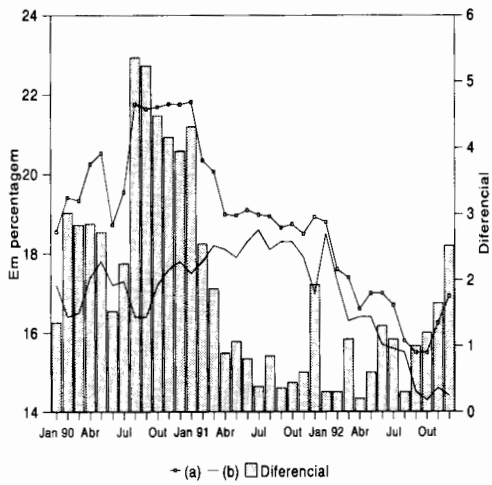


Notas:

(a) Carteira comercial referente a empresas privadas não financeiras (181 dias a 1 ano), excluindo observações anómalas.

(b) Depósitos a prazo (181 dias a 1 ano), excluindo observações anómalas.

B – Taxa de juro de crédito sindicado *versus* certificados de depósitos



Notas:

(a) Crédito sindicado a empresas públicas não financeiras, liderado pelo Banco Chemical (6 meses), excluindo comissões.

(b) Certificados de depósito (181 dias a 1 ano), excluindo observações anómalas.

do ano) (gráfico VI.31). Este comportamento diferenciado das taxas de juro do crédito interno deverá reflectir, por um lado, um impacto distinto da liberalização dos movimentos de capitais e da crise cambial, devido a um diferente grau de substituibilidade dos vários tipos de crédito bancário interno por crédito externo, que se traduzia em níveis muito distintos de diferenciais de taxas de juro em relação ao exterior, e, por outro, a continuação de uma situação de menor vigor da procura de crédito. De facto, da análise dos fluxos trimestrais de crédito bancário novo conclui-se que a aceleração do crescimento do crédito bancário interno ao sector privado a partir de Setembro correspondeu, não a um aumento do fluxo de crédito, mas sim a uma contenção da queda, no caso dos empréstimos a outros créditos, e a uma certa estabilização do fluxo de crédito concedido por carteira comercial.

No que diz respeito às margens de juros, verifica-se, em Setembro, uma subida acentuada mas pontual da relativa aos clientes de maior risco, após o que teve lugar uma redução gradual, até atingir em Dezembro um valor (8 pontos percentuais) inferior em 1 ponto percentual ao observado no final do ano anterior. Em oposição a esta evolução, a margem de juro dos melhores clientes denotou uma contínua subida a partir de Setembro, cifrando-se em 2.5 pontos percentuais no fim de 1992 (mais 0.6 pontos percentuais do que em Dezembro do ano transacto) (gráfico VI.32).

No que diz respeito ao sector público administrativo, o crédito bancário líquido dirigido a este sector continuou a expandir-se a taxas muito baixas na primeira metade do ano, na linha do verificado no decurso do ano anterior, evidenciando mesmo uma redução em valor absoluto, se bem que cada vez menor, na parte final do semestre (-5.3 por cento em Junho contra -8.0 por cento em Abril) (gráfico VI.27). No segundo semestre, a alteração da estrutura de financiamento do sector público administrativo, com a utilização da conta aplicação de bilhetes do Tesouro a constituir a sua principal fonte de financiamento, conjugada com uma diferente calendarização das necessidades de financiamento globais ao longo do ano, traduziu-se numa aceleração muito forte do crescimento do crédito bancário (líquido) a este sector, o qual passou de um valor negativo em Junho para 16.6 por cento em Outubro, desacelerando no final do ano para 10.9 por cento (gráfico VI.27).

A conjugação da evolução do crédito interno dirigido ao sector público administrativo com a relativa ao sector privado redundou num comportamento bastante distinto do crédito interno total na primeira e na segunda metade do ano. Assim, no primeiro semestre, verificou-se uma nítida e contínua redução do ritmo de expansão do crédito interno bancário à economia até Abril, após o que se observou um período de relativa estabilização. No final do semestre o crédito bancário total crescia a um ritmo de 10.5 por cento, bastante inferior ao verificado no final do ano transacto (16.6 por cento). No segundo semestre, a forte aceleração do crédito interno bancário ao sector público administrativo e do sector privado reflectiu-se num substancial aumento do ritmo de expansão do crédito interno total entre Junho e Outubro (de 10.5 por cento para 18.7 por cento), observando-se no final do ano alguma desaceleração (16.5 por cento em Dezembro) (gráfico VI.27).

Deste modo, os efeitos contraccionistas sobre a oferta de moeda decorrentes dos elevados níveis de intervenção no mercado cambial, em defesa do escudo, foram, em grande parte, esterilizados através do acréscimo do crédito interno. Este foi possibilitado pela injecção líquida de liquidez que teve lugar no mercado monetário decorrente quer da cedência de liquidez quer da menor absorção e, ainda, pela redução das colocações de bilhetes do Tesouro em mercado primário que se traduziu numa acentuada queda da conta aplicação de bilhetes do Tesouro (quadro VI.2).

A CONCORRÊNCIA NO SECTOR BANCÁRIO PORTUGUÊS EM 1992

Ao longo dos últimos anos vários factores têm vindo a conferir ao sector bancário português um enquadramento potencialmente mais competitivo: desde a abertura à iniciativa privada em 1984, à recente liberalização em Maio de 1992 das taxas de juro passivas ainda regulamentadas (a taxa máxima dos depósitos à ordem e as taxas mínimas de depósitos a prazo de 181 dias a um ano e das contas poupança-habitação), passando, em especial, pela introdução do controlo indirecto da liquidez.

O grau de concorrência num determinado sector pode ser aferido com base em vários indicadores alternativos e complementares. No caso específico do sector bancário, dada a sua característica multi-produto (os "outputs" do sector bancário não são apenas o montante de crédito concedido e de depósitos captados, mas, mesmo que por simplificação assim se considerasse, cada tipo de clientes e cada vencimento constituem ainda mercados específicos[1]), o primeiro problema que se coloca é o da selecção do mercado ou mercados a estudar. Pretendendo tanto quanto possível abranger um leque variado de operações, foram escolhidos os seguintes mercados:

— *crédito a particulares para aquisição de habitação, a mais de cinco anos;*
— *crédito a particulares para outros fins, até um ano;*
— *empréstimos em carteira comercial a outras empresas não financeiras (OENF), 91-180 dias;*
— *empréstimos e outros créditos a OENF, 91-180 dias;*
— *depósitos à ordem de particulares (total das maturidades);*
— *depósitos à ordem de OENF (total das maturidades);*
— *depósitos a prazo de particulares (total das maturidades);*
— *depósitos a prazo de OENF (total das maturidades);*

Note-se que o estudo desenvolvido se refere apenas à banca residente, excluindo-se portanto quer a banca não residente, cuja importância no mercado do crédito a empresas tem vindo a ser crescente, quer instituições financeiras não monetárias (IFNM), cujo papel no mercado do crédito a particulares para outros fins é muito significativo. Excluem-se igualmente desta abordagem factores relacionados com o comportamento da procura, os quais são susceptíveis de influenciar o grau de concorrência que se estabelece em determinado mercado.

É também importante referir, previamente à apresentação dos resultados, que em situações de alteração do regime legal, no sentido do levantamento de restrições activas (caso da liberalização das taxas passivas ocorrida em Maio de 1992), os indicadores calculados perdem o seu poder descritivo, devendo a sua leitura ser complementada com a análise directa dos dados.

O estudo de que aqui se apresentam os aspectos principais foi efectuado com base em fluxos mensais, os quais são o verdadeiro indicador de comportamento (estratégico); os saldos, por seu lado, funcionam como medida de estrutura. Por este motivo, todos os quadros e gráficos – bem como, naturalmente, toda a análise – se referem a dados obtidos com base em fluxos: por razões de disponibilidade de informação, porém, trata-se normalmente de fluxos brutos, isto é, ilíquidos de amortizações (mera variação de saldos), sendo possível trabalhar com fluxos líquidos apenas no caso do crédito a empresas e no caso dos depósitos não diferenciados por clientes.

De uma forma geral, e com excepção do mercado dos empréstimos e outros créditos a OENF (91-180 dias), os resultados da análise não fornecem sinais claros de acréscimo de concorrência no sector bancário em 1992. Muito embora o enquadramento seja de facto mais favorável a uma maior concorrência, esse processo parece ser lento, não sendo ainda possível concluir pela sua efectiva verificação, uma vez que as indicações de concorrência mais intensa, quando existem, são ténues.

No mercado do crédito a particulares a mais de cinco anos para aquisição de habitação existem sinais de algum intensificar da concorrência durante o segundo semestre de 1992, embora não muito marcado: os vários indicadores calculados (quadro 1) evidenciam no mês de Setembro diferenças sensíveis face aos seus valores

(1) *Outra classificação possível teria por base o mercado geográfico, a qual não é, porém, abordada na presente análise.*

Quadro 1

CRÉDITO A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO A MAIS DE 5 ANOS[a]

	H	1/H	C4	C8	Desvio padrão das quotas de mercado	"Permeabilidade à entrada"
1990						
Março						
Junho	0.717	1.394	0.975	0.990	0.140	
Setembro	0.537	1.861	0.945	0.980	0.121	
Dezembro	0.489	2.047	0.929	0.977	0.115	
1991						
Março	0.467	2.143	0.917	0.981	0.112	
Junho	0.475	2.104	0.923	0.979	0.113	0.207
Setembro	0.547	1.828	0.957	0.983	0.122	0.126
Dezembro	0.401	2.492	0.946	0.980	0.103	0.264
1992						
Março	0.503	1.988	0.947	0.973	0.116	0.076
Junho	0.541	1.850	0.930	0.975	0.121	0.100
Setembro	0.257	3.885	0.766	0.949	0.081	0.345
Dezembro	0.268	3.734	0.818	0.940	0.083	0.175

Nota:
(a) Representa uma percentagem superior a 95% do total do crédito a particulares para aquisição de habitação.

anteriores, as quais são confirmadas, embora em menor escala, pelos dados para o mês de Dezembro (excepção para o indicador que se refere à facilidade de entrada no mercado por parte de novos bancos[2], que se deteriora nesse mês). Assim, assistiu-se na segunda metade do ano a uma maior dispersão das quotas de mercado, situando-se o peso da maior instituição nesta área em Dezembro de 1992 em menos de 50 por cento, o que compara com um peso superior a 70 por cento pouco mais de um ano antes (embora em termos de saldos esse peso se mantenha superior a 60 por cento); em consonância com esta evolução, o indicador que consiste em tomar o desvio padrão das quotas de mercado evidenciou uma descida significativa[3].

O mercado do crédito a particulares para outros fins não mostrou durante 1992 sinais de acréscimo de concorrência, situando-se os índices calculados a níveis sensivelmente idênticos aos do ano anterior ou indicando até algum abrandamento da concorrência (quadro 2). Com efeito, assistiu-se a um decréscimo do número de empresas iguais e simétricas, estrategicamente equivalente em cada momento ao número e distribuição empiricamente observados (índice $1/H$[4]), acompanhado de um crescimento na quota de mercado conjunta dos quatro maiores bancos (índice C4). Saliente-se, no entanto, o reduzido significado que este tipo de crédito continua a ter, envolvendo montantes que não ultrapassam em média os três por cento do total do crédito bancário ao sector

(2) *Este indicador, designado na literatura por indicador de "ease of entry", corresponde em cada período à soma para todos os bancos da variação absoluta da quota de mercado face ao período anterior de referência, corrigida pelo factor 1/2 (ou seja, $(1/2)\sum_{i=1}^{n} |s_{it}-s_{it-1}|$, onde s_{it} representa a quota de mercado do banco i no período t e n o número total de bancos). Trata-se de uma medida da proporção do mercado que em cada ano (neste caso tomou-se um desfasamento anual) deixa de ser detida por um banco, passando a ser detida por outro (daí a correcção por 1/2, pois a mesma variação só deve ser tomada uma vez). Tudo o resto igual, em mercados onde este indicador seja maior haverá maior volatilidade nas quotas de mercado, logo maior facilidade de entrada de um novo banco.*

(3) *Um menor desvio padrão das quotas de mercado significa naturalmente um acréscimo de concorrência, na medida em que num ambiente mais competitivo os bancos tendem a "assemelhar-se", aproximando-se no limite da simetria.*

(4) *Inverso do índice de concentração de Herfindhal; H corresponde à soma para todos os bancos do quadrado das respectivas quotas de mercado ($H=\sum_{i=1}^{n} s_i^2$) e, embora se trate de um indicador de estrutura, a sua evolução fornece indicações quanto à concorrência possível no mercado.*

Quadro 2

CRÉDITO A PARTICULARES PARA OUTROS FINS ATÉ 1 ANO[a]

	H	1/H	C4	C8	Desvio padrão das quotas de mercado	"Permeabilidade à entrada"
1990						
Março						
Junho	0.124	8.078	0.630	0.899	0.052	
Setembro	0.314	3.181	0.901	0.987	0.090	
Dezembro	0.167	6.000	0.630	0.921	0.063	
1991						
Março	0.140	7.155	0.671	0.909	0.056	
Junho	0.084	11.890	0.465	0.726	0.040	0.587
Setembro	0.181	5.512	0.742	0.953	0.066	0.762
Dezembro	0.137	7.279	0.645	0.937	0.056	0.707
1992						
Março	0.112	8.904	0.598	0.846	0.049	0.712
Junho	0.167	6.005	0.731	0.940	0.063	0.517
Setembro	0.171	5.863	0.782	0.927	0.064	0.486
Dezembro	0.172	5.826	0.770	0.951	0.064	0.581

Nota:
(a) Representa cerca de 70% do total do crédito a particulares para outros fins.

privado em cada período[5], pelo que limitações à concorrência não assumem grande significado. Além disso, como já se referiu, a limitação da análise ao sector bancário implica a exclusão de instituições que, em particular neste mercado, têm uma importância não desprezível, uma vez que a concorrência se processa não somente entre bancos, mas também entre estes e IFNM; a não consideração destas deve pois ser tida em conta na leitura dos resultados apresentados.

No mercado do crédito a OENF no prazo de 91 a 180 dias (quadros 3 e 4) nota-se alguma distinção entre a evolução no segmento da carteira comercial, onde os vários indicadores calculados apontam para uma tendência mais ou menos estável, com alguma oscilação no sentido do incremento da concorrência, e a evolução no segmento dos empréstimos e outros créditos, onde a partir de Dezembro de 1991 (e a começar nesse trimestre) se assistiu a uma melhoria muito substancial de todos os indicadores (os desvios padrão das quotas de mercado e das taxas de juro reduziram-se de forma muito significativa, com um crescimento acentuado dos índices 1/H e "permeabilidade à entrada"). O banco que tradicionalmente detinha a maior quota dos empréstimos e outros créditos passou de um valor superior a 50 por cento em Setembro de 1991 para uma quota inferior a 30 por cento três meses mais tarde e já em Junho de 1992 inferior a 5 por cento. Na carteira comercial, por seu lado, a liderança tem pertencido sempre desde 1990 ao mesmo banco, embora seguido de uma "franja" não desprezível (cada vez menos) em termos comparativos. Em ambos os segmentos, e um pouco ao contrário do sucedido nos restantes mercados em estudo, alguns bancos novos têm conseguido captar quotas bastante significativas.

O mercado dos empréstimos e outros créditos é, dos vários mercados analisados, o único para o qual é possível concluir com alguma certeza por um efectivo incremento da concorrência[6]. Os gráficos 1-A e 1-B relacionam a taxa de crescimento (média anual) do crédito concedido neste segmento com a taxa de juro (média anual) praticada pelas várias instituições. Os quadrantes permitem agrupar os bancos em quatro categorias: crescimen-

(5) *Embora no fluxo de crédito bancário a particulares o seu peso seja na ordem dos trinta por cento (em termos de saldos, porém, não atinge os quinze por cento).*

(6) *Exclui-se da análise, como já se disse, a eventual concorrência com a banca não residente.*

Quadro 3

EMPRÉSTIMOS EM CARTEIRA COMERCIAL A OENF, 91-180 DIAS

	H	1/H	C4	C8	Desvio padrão das quotas de mercado	"Permeabilidade à entrada"	Desvio padrão das taxas de juro
1990							
Março	0.116	8.613	0.583	0.877	0.050		1.610
Junho	0.115	8.692	0.560	0.912	0.049		1.896
Setembro	0.123	8.097	0.585	0.928	0.052		1.566
Dezembro	0.119	8.368	0.557	0.919	0.050		2.959
1991							
Março	0.116	8.652	0.559	0.901	0.049	0.133	1.680
Junho	0.115	8.729	0.562	0.887	0.049	0.112	3.773
Setembro	0.117	8.571	0.587	0.869	0.050	0.113	2.056
Dezembro	0.125	7.974	0.619	0.895	0.052	0.130	2.100
1992							
Março	0.110	9.092	0.578	0.861	0.048	0.130	2.095
Junho	0.112	8.929	0.580	0.854	0.048	0.130	3.125
Setembro	0.101	9.887	0.531	0.829	0.045	0.131	3.956
Dezembro	0.108	9.259	0.581	0.855	0.047	0.174	2.973

Quadro 4

EMPRÉSTIMOS E OUTROS CRÉDITOS A OENF, 91-180 DIAS

	H	1/H	C4	C8	Desvio padrão das quotas de mercado	"Permeabilidade à entrada"	Desvio padrão das taxas de juro
1990							
Março	0.245	4.085	0.845	0.981	0.078		1.719
Junho	0.233	4.287	0.890	0.983	0.076		5.179
Setembro	0.315	3.175	0.848	0.964	0.089		2.358
Dezembro	0.258	3.872	0.733	0.944	0.080		1.526
1991							
Março	0.308	3.248	0.753	0.929	0.088	0.323	2.618
Junho	0.301	3.319	0.835	0.946	0.087	0.391	4.748
Setembro	0.316	3.163	0.786	0.934	0.090	0.247	5.027
Dezembro	0.142	7.053	0.668	0.851	0.056	0.369	4.772
1992							
Março	0.248	4.026	0.742	0.891	0.078	0.308	3.428
Junho	0.173	5.784	0.607	0.797	0.063	0.669	3.342
Setembro	0.137	7.316	0.610	0.803	0.055	0.650	3.815
Dezembro	0.122	8.187	0.631	0.817	0.051	0.540	3.032

to do crédito concedido inferior ou superior à média, associado a taxa de juro acima ou abaixo da média do sistema. Seria de esperar que as grandes concentrações ocorressem nos segundo e quarto quadrantes, respectivamente com crescimento do crédito inferior à média e taxa de juro superior à média, por um lado, e crescimento do crédito superior à média e taxa de juro inferior à média, por outro. Problemas de informação imperfeita e/ou de assimetria de informação poderiam justificar a existência de um grande número de instituições no primeiro qua-

Gráfico 1-A

TAXA DE CRESCIMENTO DE EMPRÉSTIMOS E OUTROS CRÉDITOS A OENF, 91-180 DIAS VS TAXA DE JURO PRATICADA

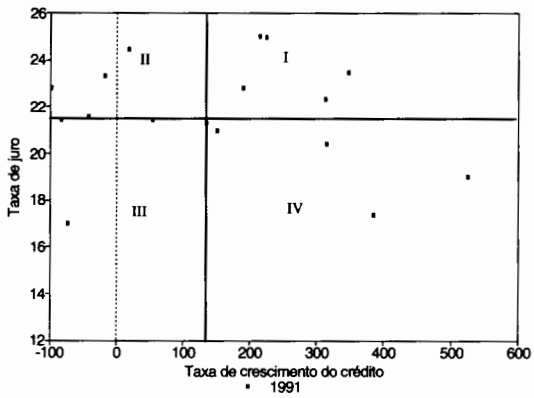
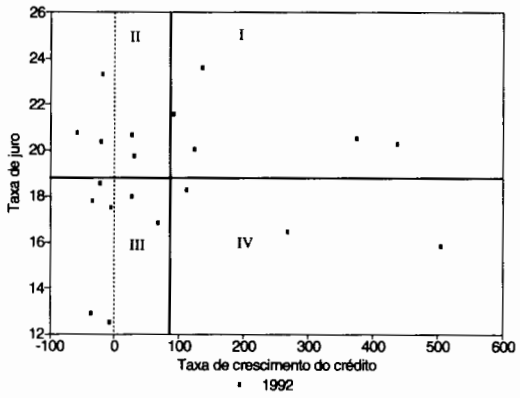


Gráfico 1-B

TAXA DE CRESCIMENTO DE EMPRÉSTIMOS E OUTROS CRÉDITOS A OENF, 91-180 DIAS VS TAXA DE JURO PRATICADA



drante, enquanto no terceiro quadrante se situariam tipicamente instituições de pequena dimensão que, não obstante praticarem taxas de juro abaixo da média, têm dificuldade em captar clientes. Embora as conclusões a retirar não pareçam ser claras, merece destaque o facto de o acentuar da concorrência já mencionado se ter traduzido numa dispersão menos heterogénea dos bancos, com algum movimento no sentido da aglomeração em torno da origem (ponto médio segundo ambos os critérios). Este reforço da concorrência terá conduzido também à localização no terceiro quadrante de bancos de maior dimensão, para além das instituições com as características já referidas.

No segmento dos depósitos à ordem de particulares, a liberalização da taxa mínima de remuneração veio conferir ao mercado um grau de concorrência potencialmente acrescido. A observação dos dados relativos às quotas de mercado sugere que se terá estabelecido uma forte concorrência através do preço: em Junho, Setembro e Dezembro observa-se que um único banco (nem sempre o mesmo) detém uma quota muito elevada (entre 50 e 80 por cento do mercado), relegando todos os outros para posição modesta, o que leva a crer que, partindo de uma situação em que a generalidade do sistema estaria a praticar a taxa máxima permitida, uma ligeira subida na remuneração oferecida por uma instituição irá canalizar para ela a maioria dos fluxos do mês (gráficos 2 e 3),

Gráfico 2

QUOTA NO MERCADO DOS DEPÓSITOS À ORDEM DE PARTICULARES

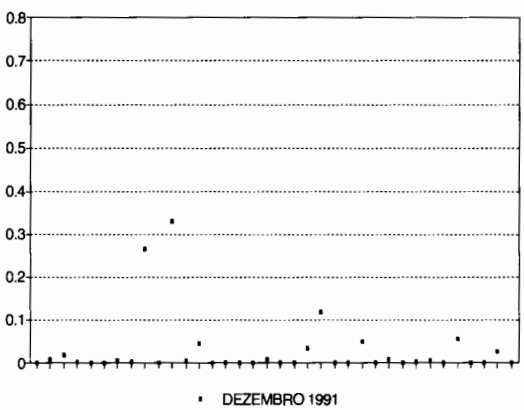
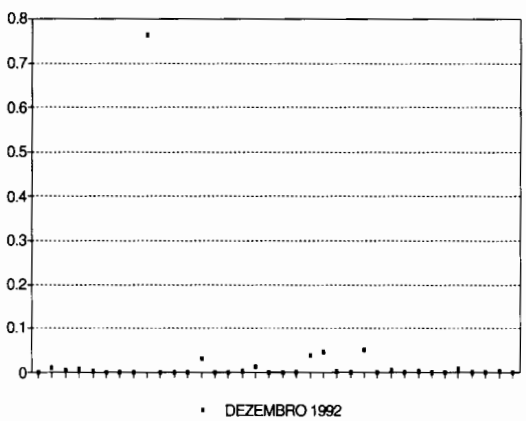


Gráfico 3

QUOTA NO MERCADO DOS DEPÓSITOS À ORDEM DE PARTICULARES



os quais, aliás, apresentaram um elevado ritmo de crescimento na sequência da referida liberalização. A ser assim, esta evolução não é de facto captada pelos indicadores habituais que permitem confrontar níveis de concorrência em momentos distintos do tempo na ausência de situações do tipo "quebra de estrutura". Contudo, a interpretação efectuada deve ser encarada com alguma cautela, na medida em que a existência de uma taxa máxima de remuneração (a qual constituía uma restrição activa) terá levado alguns bancos a registar noutras rubricas passivos com a natureza de depósitos à ordem, remunerados embora a taxa superior à permitida: assim sendo, o movimento observado de liderança clara de alguns bancos não terá sido mais que a regularização de situações já existentes.

No que diz respeito aos depósitos à ordem de OENF, por outro lado, se algum impacto inicial na concorrência existiu nos segundo e terceiro trimestres (em resultado da referida liberalização da taxa máxima), como a observação das quotas de mercado nesses meses parece sugerir (mais uma vez, concorrência através do preço), em Dezembro de 1992 esse efeito encontrava-se já dissipado, sendo a dispersão bastante semelhante à verificada no final do ano anterior (gráficos 4 e 5).

Gráfico 4

QUOTA NO MERCADOS DOS DEPÓSITOS À ORDEM DE OENF

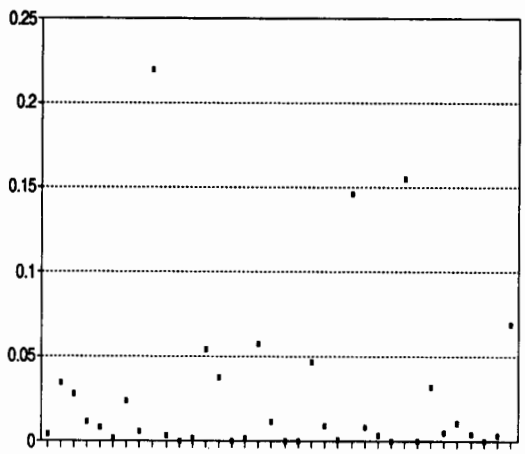
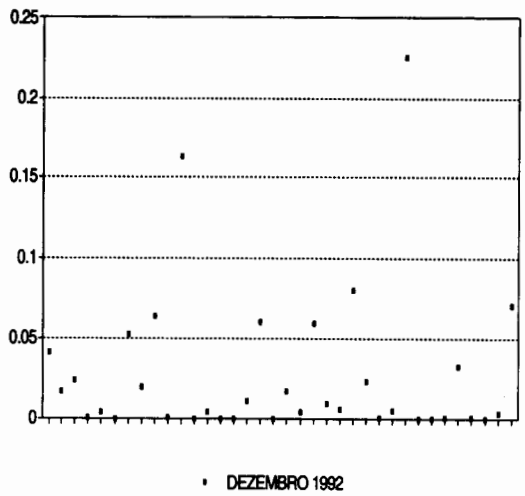


Gráfico 5

QUOTA NO MERCADO DOS DEPÓSITOS À ORDEM DE OENF



Ao contrário do que se passou com os depósitos à ordem, a remoção da taxa de juro mínima sobre os depósitos a prazo na maturidade de seis meses a um ano constituiu o levantamento de uma restrição não activa, pelo que os efeitos esperados são naturalmente diversos dos observados no caso dos depósitos à ordem. A ter existido aumento da concorrência na captação de depósitos a prazo, este ter-se-á feito sentir sobretudo nos prazos mais curtos, uma vez que, devido a expectativas de descida das taxas de juro e à tentativa de ajustamento do prazo médio dos depósitos ao prazo médio do crédito, esta era a maturidade que mais interessava aos bancos. Os gráficos 6-A e 6-B ilustram esse acréscimo de concorrência para o prazo de 31 a 90 dias (ao qual era constituída no final de 1992 a maior parcela de depósitos a prazo), patente numa certa aglomeração em torno da origem dos quadrantes. Quanto à distinção por tipo de clientes, e no conjunto de todas as maturidades, em nenhum dos casos – particulares e OENF – é possível concluir por uma variação significativa em termos de concorrência durante o ano de 1992.

Gráfico 6-A

TAXA DE CRESCIMENTO DOS DEPÓSITOS A PRAZO DE 31 A 90 DIAS VS TAXA DE JURO PRATICADA

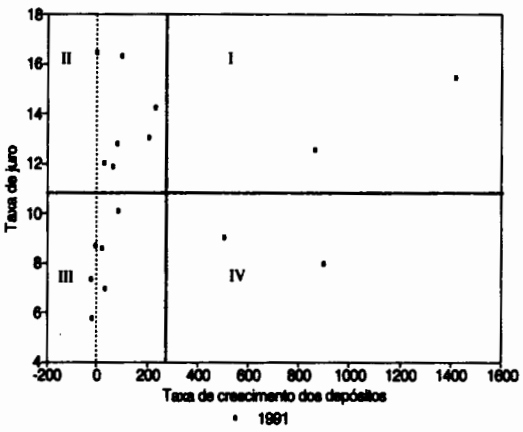
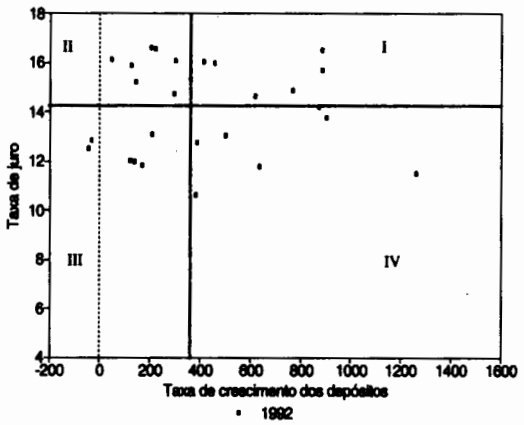


Gráfico 6-B

TAXA DE CRESCIMENTO DOS DEPÓSITOS A PRAZO DE 31 A 90 DIAS VS TAXA DE JURO PRATICADA



2. Mercados monetários

2.1 Mercado monetário interbancário

2.1.1 Introdução

Em 1992, o montante global das transacções realizadas no mercado monetário interbancário (MMI), de aproximadamente 24 mil milhões de contos, traduz um acréscimo de 30.9 por cento em relação ao volume transaccionado no ano anterior. Este indicador reflecte uma significativa desaceleração do crescimento da dimensão deste mercado, o qual, nos anos de 1991 e 1990, havia apresentado valores de, respectivamente, 39.5 e 61.3 por cento. Em particular, a contracção do montante transaccionado nos últimos três meses do ano, (o qual revela em relação ao trimestre homólogo do ano anterior um decréscimo de 8.2 por cento) poderá eventualmente ser reflexo duma reacção das instituições ao clima de maior instabilidade que caracterizou o mercado no final do ano.

Confirmando a vocação do MMI como instrumento de gestão de tesouraria das instituições de crédito sujeitas à constituição de disponibilidades mínimas de caixa (DMC), o ano de 1992 caracterizou-se por uma maior concentração das operações nos prazos muito curtos. Não ponderando os montantes transaccionados pelos respectivos prazos, temos que as operações com prazo inferior a seis dias representaram 78.6 por cento do montante total transaccionado (72.8 e 65.2 por cento, em 1991 e 1990, respectivamente), reflectindo uma diminuição do prazo médio das operações neste mercado. Esta constatação ilustra a sobresti-

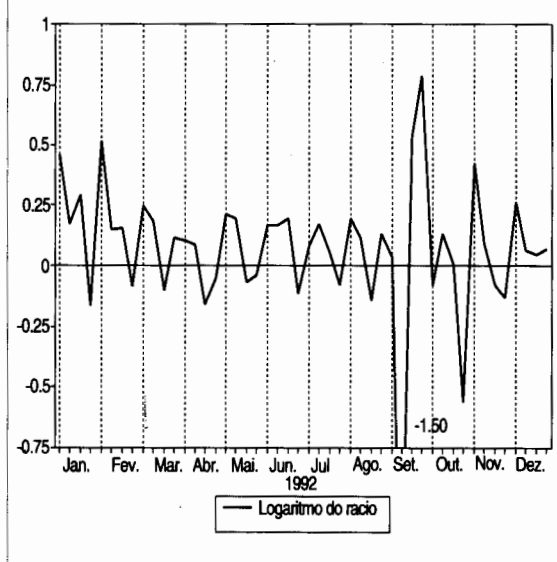
mação, que uma mera observação dos montantes globais transaccionados no MMI poderá traduzir, do real crescimento do mercado em 1992. Neste contexto, sobressai a importância do segmento *overnight*, no qual se concentraram 71.1 por cento dos montantes transaccionados durante o ano, face a 17.5 por cento nas operações de 6 a 30 dias e a 3.9 por cento nas de prazo superior.

Exceptuando os últimos meses do ano, período onde se verificaram sucessivas perturbações, o MMI continuou a apresentar algumas regularidades nos padrões de evolução das taxas e montantes transaccionados, no muito curto prazo, ao longo do período de constituição de DMC. Reflectindo uma maior concentração de vencimentos no primeiro dia de cada período, altura em que o Banco de Portugal anuncia as condições que irão vigorar durante essa semana[13], as operações de prazo semanal continuaram a assumir maior expansão nesta fase do período. De facto, a diminuição do prazo médio das operações ao longo do período surge como uma característica de considerável robustez neste mercado em que o peso das operações *overnight* no conjunto dos montantes transaccionados aumenta significativamente com o decorrer da *semana*.

No segmento *overnight*, o mercado no final da *semana* apresenta um maior número de operações associado a uma menor dimensão dos montantes envolvidos, reflectindo quer o peso de operações visando o ajustamento dos saldos médios do período, quer a maior presença das instituições de menor dimensão. Sendo um mercado bastante concentrado, a oferta situa-se de forma quase sistemática em torno de um menor número de bancos cedentes do que a procura, cuja concentração se tende a diluir no final dos períodos de constituição. Por outro lado, enquanto as taxas no primeiro dia do período de constituição apresentam uma evolução mais estável, semana a semana, a evolução das taxas ao longo do período é primordialmente influenciada por factores específicos dele. Adicionalmente, na base duma maior frequência de ciclos descendentes de evolução das taxas de juro *overnight* ao longo da *semana* (gráfico VI.33), poderá estar uma atitude de aversão ao risco por parte das grandes instituições que leve à expansão da procura no início dos períodos de constituição de DMC.

Gráfico VI.33

TAXA DE JURO *OVERNIGHT* NO PRIMEIRO DIA DO PERÍODO SOBRE A TAXA NO ÚLTIMO DIA



As taxas de juro no primeiro dia tendem a apresentar uma menor dispersão quando comparadas com os outros dias da *semana*, o que reflecte o carácter estabilizador das intervenções regulares do Banco de Portugal nesta fase do período de constituição de reservas. Tendo o Banco de Portugal, até Setembro de 1992, anunciado taxas oficiais, não só de absorção como também de cedência de liquidez, a menor dispersão das taxas de juro praticada no primeiro dia foi bastante mais acentuada nas *semanas* em que o mercado se mostrava carente de liquidez neste dia. Esta assimetria poderá ser reflexo de um maior poder negocial dos bancos cedentes líquidos neste mercado.

(13) Refere-se ao período de constituição de disponibilidades mínimas de caixa o qual se inicia nos dias 4, 12, 19 e 26 de cada mês.

No primeiro trimestre de 1992, o Banco de Portugal, no seguimento do comportamento satisfatório que a inflação apresentava, reduziu sucessivamente a sua taxa de cedência regular de liquidez (que em finais do mês de Março se situava em 18.9375 por cento, ou seja, cerca de 1 ponto percentual abaixo dos níveis em vigor no início do ano), mantendo, contudo, inalterada a taxa das operações regulares de absorção de liquidez (quadro VI.1).

Associado ao consequente estreitamento da banda de intervenção, o qual se viria a acentuar até princípios de Setembro, introduziu-se, a partir de 12 de Fevereiro, uma maior simetria nas intervenções ocasionais do Banco de Portugal no MMI, passando este a efectuar as suas operações ocasionais de absorção a taxas mais próximas das praticadas nas operações regulares (embora com taxas decrescentes em intervenções consecutivas, à semelhança do processo adoptado para a cedência de liquidez) (gráfico VI.8). Em consequência destas alterações de regime, a volatilidade semanal das taxas praticadas no MMI, em particular no *overnight*, viu-se significativamente reduzida face aos valores observados em Janeiro (gráfico VI.9).

As expectativas criadas pela adesão do escudo ao MTC do SME, em 6 de Abril, reforçadas pela decisão do Banco, na mesma data, de descer as suas taxas de intervenção regular, revelaram-se numa diminuição generalizada das taxas praticadas no mercado monetário. Este movimento foi mais acentuado nos prazos intermédios do mercado (15 dias a 2 meses), não sendo de excluir um ligeiro efeito de *undershooting* que viria a ser confirmado pela subsequente recuperação das taxas de juro ao longo do mês, se bem que para níveis inferiores aos observados nos dias que antecederam a adesão do escudo ao MTC (gráfico VI.4). Esta situação reflectiu uma reacção do mercado ao anúncio efectuado pelo Banco de Portugal, a 20 de Abril, da sua determinação em manter as taxas de intervenção regular enquanto a taxa de inflação não retomasse uma tendência de desaceleração. Este facto, ao atenuar as expectativas de continuação da descida das taxas de juro no curto prazo, poderá ter contribuído para que, durante o mês de Maio, as taxas no MMI se tenham situado próximo do topo da banda de intervenção, tendo o Banco de Portugal actuado no mercado predominantemente cedendo liquidez em operações de muito curto prazo (quadro VI.4).

Posteriormente, as taxas retomaram uma tendência descendente, em particular durante o mês de Agosto, período em que os efeitos do aumento sazonal de liquidez de origem externa (afluxo turístico e remessas de emigrantes) se viram reforçados num cenário anunciado de liberalização dos movimentos de capitais. Assim, mesmo descendo significativamente as suas taxas de intervenção (quadro VI.1), em resposta ao novo enquadramento da política macroeconómica, o Banco de Portugal absorveu liquidez nas suas intervenções de muito curto prazo nos montantes de 250.5 e 459.0 milhões de contos em, respectivamente, operações regulares e ocasionais, durante este mês (quadro VI.3).

O MMI foi marcado em Setembro pela crise no Sistema Monetário Europeu, conhecendo condições diametralmente distintas na primeira e segunda metade do mês. Com efeito, o início do mês caracterizou-se ainda por uma relativa abundância de liquidez, resultado, entre outros factores, de importantes vencimentos de aplicações anteriormente efectuadas. No período de forte especulação que se seguiu, o efeito cumulativo das intervenções do Banco de Portugal nos mercados cambiais induziu uma subida acentuada nas taxas *overnight*, por forma a penalizar os movimentos especulativos de muito curto prazo contra o escudo (gráficos VI.8 e VI.9). Neste contexto, o Banco de Portugal suspendeu a realização de operações às taxas de intervenção regulares, substituindo-as por leilões pontuais de liquidez, os quais produziram taxas médias ponderadas que se situaram entre os 26 e os 59 por cento, tendo as taxas de juro médias no *over-*

night atingido um máximo de 68.4 por cento no dia 24 deste mês. Ilustrativa da forte agitação que atingiu o mercado é a volatilidade intra-diária das taxas de juro *overnight* praticadas no MMI (avaliada pelo seu desvio-padrão ponderado pelo montante de cada operação), cuja média semanal atingiu no período de constituição de DMC de 19 a 25 de Setembro um máximo de 13.65 pontos percentuais, especialmente se atendermos ao facto de que desde Abril ela se tinha vindo situando numa média em torno dos 0.25 pontos percentuais.

Durante o mês de Outubro, o Banco de Portugal actuou no mercado por forma a reintroduzir, gradualmente, as condições normais de funcionamento. A partir do dia 12, na sequência da progressiva normalização nos mercados monetário e cambial, voltou a anunciar uma taxa de juro de absorção regular de liquidez idêntica à taxa vigente antes da crise cambial, mantendo, contudo, a cedência de fundos em sistema de leilão, por forma a penalizar atitudes especulativas contra o escudo. Assim, desde o início de Outubro e até ao dia 23, o mercado esteve equilibrado ou com excesso de liquidez, sucedendo-se um período de falta de liquidez (em parte resultante das colocações de bilhetes do Tesouro em mercado primário), pautado por intervenções em leilão, contra TIM e BT, cujas taxas atingiram um máximo de 24.5 por cento. No entanto, o mercado rapidamente regressaria à normalidade, apresentando-se bastante líquido durante as três primeiras semanas de Novembro (com origem no prosseguimento do programa de reembolso antecipado de CLIP e na escassez de colocações de BT), o que se fez sentir na tendência para a diminuição das taxas praticadas nos prazos mais curtos.

Após o realinhamento do escudo em 22 de Novembro, mantendo-se alguma incerteza nos mercados cambiais externos, e com o objectivo de assegurar a estabilidade do escudo, o Banco alterou a forma de absorção de liquidez, tendo colocado elevados montantes de TRM em regime de leilão (com taxas que atingiram 20 por cento) em sintonia com as suas intervenções no mercado cambial. Pretendeu-se, desta forma, minimizar os efeitos do realinhamento sobre a política cambial que vinha sendo prosseguida, bem como desincentivar a concretização de movimentos especulativos contra o escudo.

Depois deste aumento acentuado no final de Novembro, as taxas no MMI de muito curto prazo declinaram significativamente ao longo de Dezembro, tendo-se inclusivamente registado no *overnight* taxas médias diárias próximas dos 13 por cento, ou seja, 1 ponto percentual abaixo da taxa de juro oficial das operações regulares de absorção de liquidez, entretanto activada desde o início do mês (gráfico VI.8).

2.2 Instrumentação da intervenção do Banco de Portugal no mercado monetário interbancário

O padrão de intervenção do Banco de Portugal no mercado interbancário foi marcado pela inversão, sentida a partir de finais de Agosto, da evolução das contrapartidas externas da base monetária (gráfico VI.7).

A não renovação das operações de cedência de liquidez realizadas em Dezembro de 1991, com vista a fazer face ao forte crescimento da procura de base monetária neste período do ano, diminuiu as necessidades de absorção do Banco de Portugal no início do ano. Assim, durante o mês de Janeiro, a instrumentação da absorção de liquidez recaiu principalmente sobre emissões regulares de títulos de regularização monetária (TRM) realizadas no início dos períodos de constituição de disponibilidades mínimas de caixa (gráfico VI.34).

Nos meses seguintes, perante o continuado afluxo de liquidez de origem externa, o Banco alterou a natureza da sua intervenção num cenário em que o excesso de liquidez no sistema se desenhava como mais estrutural, complementando a emissão de títulos de intervenção monetária (TIM) a quatro semanas com elevadas colocações a seis meses (gráfico VI.35). Através do recurso a emissões neste prazo, procurou-se ultrapassar as restrições activas que o atraso na aprovação do Orçamento Ge-

Gráfico VI.34

INSTRUMENTAÇÃO DA INTERVENÇÃO

Variação dos valores médios mensais

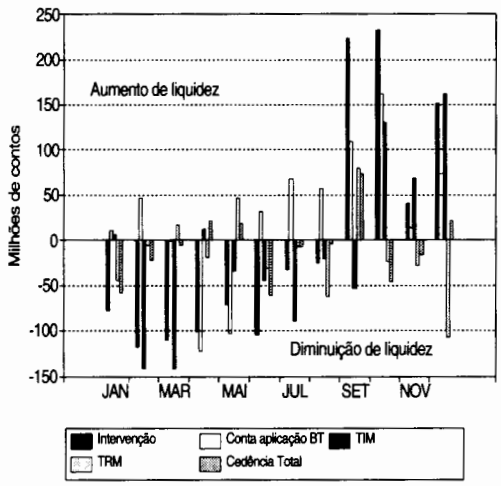
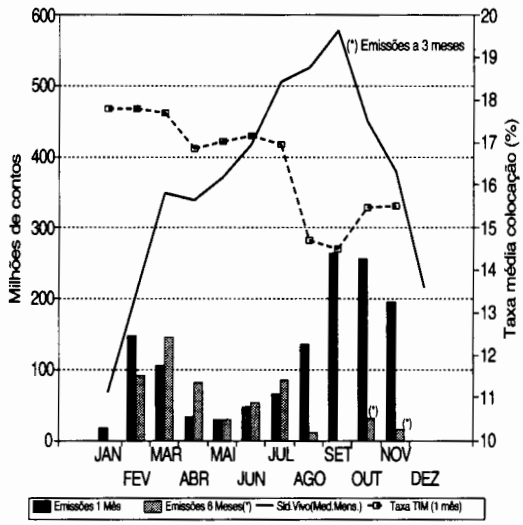


Gráfico VI.35

TÍTULOS DE INTERVENÇÃO MONETÁRIA



ral do Estado colocava à emissão líquida de bilhetes do Tesouro. Significativa da tendência de descida das taxas de juro, surge a emissão de TIM a seis meses do dia 12 de Março, em que pela primeira vez se praticaram taxas inferiores a 17 por cento.

O aumento do saldo médio da conta-Aplicação de bilhetes do Tesouro, detida pelo Estado junto do Banco de Portugal, em mais de 200 milhões de contos durante os meses de Abril e Maio, na sequência do incremento das emissões líquidas destes títulos, constituiu uma importante fonte de absorção de liquidez neste período. Consequentemente, logo em Abril, as emissões de TIM, que no mês anterior haviam ultrapassado os 100 milhões de contos tanto nas quatro semanas como nos seis meses, foram fortemente reduzidas para, respectivamente, 30 e 80 milhões de contos, a par de uma descida de quase 1 ponto percentual nas suas taxas de colocação em resultado da reacção do mercado ao anúncio da entrada do escudo no MTC do SME (gráfico VI.35). Por outro lado, a necessidade de estabilizar o mercado nos prazos mais curtos traduziu-se no aumento dos valores médios tanto da liquidez cedida como da absorção através de TRM. No entanto, no mês de Maio, a absorção via conta-Aplicação revelar-se-ia excessiva face a um forte abrandamento do afluxo de liquidez de origem externa (se bem que parcialmente compensado pela evolução da contrapartida exógena interna). A não renovação dos instrumentos de absorção de curto prazo a par do aumento líquido da cedência por forma a estabilizar o mercado nas maturidades mais curtas permitiram colmatar este hiato, tendo-se as taxas de colocação de TIM situado em níveis ligeiramente superiores aos verificados em Abril.

O trimestre de Junho a Agosto, foi marcado pela crescente utilização por parte do Estado do saldo da sua conta-Aplicação de bilhetes do Tesouro (gráfico VI.34). Todavia, factores como o forte crescimento da procura de base monetária durante os meses de Julho e Agosto, limitaram as necessidades que, alternativamente, se teriam verificado no domínio da absorção da liquidez introduzida no sistema por esta via (gráfico VI.7). Paralelamente ao aumento do *stock* em circulação de TIM, o Banco de Portugal aumentou fortemente, durante o período em apreço, o montante absorvido através de TRM (o qual em Agosto atin-

giu um valor médio superior a 100 milhões de contos) sendo meramente circunstanciais as suas intervenções de cedência. Por outro lado, a descida das taxas de colocação de TIM a 4 semanas em quase 2.5 pontos percentuais durante o mês de Agosto constituiu um importante sinal da alteração da política monetária na sequência do anúncio, em 13 de Agosto, do calendário de liberalização de capitais (gráfico VI.35).

A acentuada descida das taxas de juro durante a segunda metade de Agosto constituiu um importante factor indutivo de imediatas saídas de capitais (quadro VI.2). As intervenções do Banco de Portugal no mercado cambial em defesa do escudo, no contexto da instabilidade que afectou o mecanismo de taxas de câmbio do SME durante o mês de Setembro, reforçaram esta inversão da evolução da contrapartida externa da base monetária. Num contexto de défice de liquidez, que perduraria até ao final do ano, a continuada redução do saldo da conta-Aplicação de BT permitiu que as necessidades de injecção de liquidez por parte do Banco de Portugal tivessem sido menores. Embora não esterilizando totalmente o impacto externo sobre a base monetária na segunda metade de Setembro, o Banco cedeu elevados montantes de liquidez em sistema de leilão contra TIM e BT (quadro VI.4) a par da não renovação do *stock* médio de TRM que tinha em Agosto atingido valores muito elevados. Paralelamente, foi alterada a política de colocação de TIM, sendo interrompidas as emissões a seis meses e colocando-se o ênfase nas emissões a quatro semanas como instrumento de gestão da liquidez. Assim, no último trimestre de 1992, a queda do saldo vivo de TIM traduziu-se numa substancial injecção de liquidez no sistema (gráfico VI.35). Em particular, durante o mês de Dezembro, a nítida apetência do sistema bancário por aplicações de muito curto prazo terá reflectido uma incerteza quanto ao nível de taxas de juro a esperar para o início de 1993, tendo sido este o mês de 1992 em que maiores volumes de liquidez foram absorvidos a prazos muito curtos através da sucessiva renovação de TRM, não se registando qualquer colocação de títulos de intervenção monetária a quatro semanas (oferecidos pelo Banco de Portugal no primeiro dia de todos os períodos)(gráfico VI.34).

2.3 Bilhetes do Tesouro

2.3.1 Introdução

O desenvolvimento do mercado de bilhetes do Tesouro durante o ano de 1992 foi marcado pela menor ênfase colocada, a partir de meados do ano, na sua utilização como um instrumento de política monetária, a que esteve associada a alteração do seu papel no financiamento do sector público administrativo. O saldo de bilhetes do Tesouro em circulação assumia, assim, no final do ano um valor próximo de 1200 milhões de contos, representando uma descida de 400 milhões de contos em relação ao final de 1991, ano durante o qual havia crescido em cerca de 40 por cento.

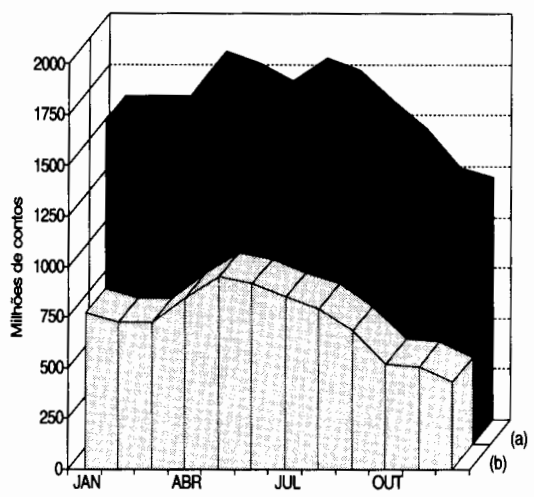
O gráfico VI.36 possibilita uma melhor compreensão da evolução da filosofia de enquadramento destes títulos no âmbito do financiamento do Estado. Nos primeiros meses do ano, os condicionalismos legais referentes ao volume global de bilhetes do Tesouro (BT) em circulação constituíram uma restrição activa à emissão líquida destes títulos. O atraso na aprovação do Orçamento Geral do Estado para 1992, levou a que só no final do primeiro trimestre se alterasse o limite do saldo vivo de BT de 1600 para 2000 milhões de contos.

Após ter atingido em Abril o montante máximo de 1815 milhões de contos, a evolução do *stock* de BT nos meses seguintes começaria a revelar alguns indícios de uma maior preocupação do Tesouro de ver diminuídas as taxas de colocação destes títulos, questão que analisaremos adiante. No entanto, é a partir de Agosto que se torna manifesto um desinteresse do Estado na renovação de parte muito substancial da sua dívida titulada em BT. Esta alteração da filosofia de emissão reflectiu-se num acentuado decréscimo do saldo da conta-Aplicação de BT detida pelo Estado junto do

Gráfico VI.36

BILHETES DO TESOURO – 1992

Montante em circulação



Notas:

(a) Saldo vivo de bilhetes do Tesouro.

(b) Conta-Aplicação bilhetes do Tesouro.

Banco de Portugal, o qual, no mês de Dezembro apresentava valores médios próximos dos 400 milhões de contos, isto é, níveis inferiores a metade dos registados no mês de Julho (gráfico VI.36). Esta redução permitiu ao Estado compensar os efeitos sobre o seu financiamento líquido da não renovação do saldo em circulação de bilhetes do Tesouro.

Quanto à estrutura de prazos dos títulos em circulação; contrariamente ao ano de 1991, durante o qual se havia prolongado o prazo médio de reembolso de bilhetes do Tesouro, o traço mais marcante da sua evolução foi a descida do peso dos títulos a 364 dias no conjunto do saldo em circulação. A forte redução das emissões nesta maturidade, sentida a partir de Agosto, contribuiu para que no final de 1992 o seu peso assumisse valores próximos dos 60 por cento face a níveis iniciais da ordem dos 70 por cento, tendo a quota dos títulos a seis meses oscilado entre os 25 e 30 por cento ao longo do ano.

2.3.2 Mercado primário – Emissões e taxas de colocação

O ano de 1992 revelou um mercado primário de bilhetes do Tesouro marcado pelos sucessivos acontecimentos que caracterizaram a evolução da envolvente da política monetária em Portugal. Em particular, foi notória a sensibilidade da procura ao grau de sintonia entre os diferenciais de taxas de juro propostos pelo Estado para as diferentes maturidades e as suas expectativas quanto à evolução futura das taxas de juro. No seu conjunto, o desenvolvimento deste mercado surgiu em 1992 condicionado por uma forte retracção da oferta sentida a partir de meados do ano. Adicionalmente, a determinação demonstrada pelo Tesouro na diminuição progressiva do seu custo de financiamento terá contribuído para a frequente observação de dificuldades por parte dos bancos em verem aceites as suas propostas.

Em contraste com a situação de virtual estabilidade das taxas de juro de colocação de bilhetes do Tesouro (BT) em mercado primário durante o ano de 1991, o início de 1992 caracterizou-se pela consolidação de condições para a colocação destes títulos a taxas decrescentes por prazo (em termos anuais equivalentes). Adicionalmente, a maior apetência do mercado pelos títulos de maior prazo terá sido um outro sinal do surgimento no mercado de expectativas no sentido de uma descida futura das taxas de juro. Por outro lado, a esta evolução não foi estranho o atraso na entrada em vigor do Orçamento Geral para 92 (aprovado em Março), o qual ao restringir a emissão líquida de BT, permitiu a colocação das emissões a taxas menores das que se teriam alternativamente verificado, apesar deste excesso de procura ter sido em parte suprido através de emissões de Títulos de Intervenção Monetária (TIM) a seis meses.

Uma descida mais acentuada das taxas nos maiores prazos, especialmente nos títulos a um ano, levou a que no final do primeiro quadrimestre, se consolidasse uma inversão da estrutura temporal das taxas de juro, reforçada

Quadro VI.9

BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

Taxa de juro – Percentagem
Montante – Milhões de contos

	91 dias					
	Taxa de juro da procura satisfeita				Montantes[c]	
	Média[a]	Mínima	Máxima	Anunciado[d]	Procura Total (exc.BP)	Colocado (exc. BP)[b]
1992						
Janeiro	17.638	17.500	17.750	39.0	15.3	11.2
Fevereiro	17.304	17.063	17.750	20.0	58.1	20.0
Março	16.854	16.500	17.188	40.0	125.4	40.0
Abril	16.337	16.000	17.125	95.2	214.8	71.7
Maio	16.500	16.500	16.500	30.0	9.5	1.5
Junho	16.750	16.750	16.750	45.0	15.7	3.6
Julho	16.714	16.625	16.750	80.0	97.0	57.8
Agosto	15.030	13.625	16.750	40.0	132.8	17.0
Setembro	13.904	13.750	13.938	60.0	212.4	45.0
Outubro	14.985	14.500	15.250	75.0	201.7	60.0
Novembro	15.267	15.250	15.375	70.0	93.9	15.0
Dezembro	15.982	15.250	16.000	110.0	82.7	26.3

	182 dias					
	Taxa de juro da procura satisfeita				Montantes[c]	
	Média[a]	Mínima	Máxima	Anunciado[d]	Procura Total (exc.BP)	Colocado (exc. BP)[b]
1992						
Janeiro	18.080	17.500	18.188	65.2	117.2	65.2
Fevereiro	17.399	17.125	17.688	62.0	308.6	62.0
Março	17.023	16.500	17.375	151.6	418.4	151.6
Abril	16.547	15.875	17.250	112.7	427.2	112.7
Maio	16.486	16.250	16.500	103.7	186.9	55.6
Junho	16.500	16.500	16.500	60.0	103.9	32.3
Julho	16.411	16.125	16.500	100.0	251.7	100.0
Agosto	15.206	13.625	16.500	70.0	188.0	42.9
Setembro	14.258	13.625	15.500	60.0	211.9	60.0
Outubro	14.832	14.313	15.000	65.0	267.7	65.0
Novembro	15.129	15.000	15.250	95.0	146.4	50.0
Dezembro	15.609	14.938	15.875	90.0	119.2	48.4

	364 dias					
	Taxa de juro da procura satisfeita				Montantes[c]	
	Média[a]	Mínima	Máxima	Anunciado[d]	Procura Total (exc.BP)	Colocado (exc. BP)[b]
1992						
Janeiro	17.891	17.500	18.000	125.0	448.8	125.0
Fevereiro	17.435	17.250	17.500	30.0	146.2	30.0
Março	16.856	16.500	17.125	155.0	601.2	155.0
Abril	15.952	15.625	16.125	100.0	468.2	100.0
Maio	16.034	15.875	16.063	60.0	173.5	53.3
Junho	16.047	16.000	16.063	100.0	171.6	80.2
Julho	15.974	15.875	16.000	100.0	236.3	100.0
Agosto	15.298	13.125	16.063	110.0	194.4	38.9
Setembro	13.245	13.188	13.313	40.0	129.6	20.0
Outubro	14.433	14.188	14.500	20.0	71.5	20.0
Novembro	–	–	–	55.0	56.8	0.0
Dezembro	14.671	14.438	14.750	60.0	88.5	12.2

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.

pelo anúncio, no início de Abril, da adesão do escudo ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (gráfico VI.2). De facto, a hipótese de que o mercado tenha reagido a este anúncio reformulando as suas expectativas quanto à velocidade de desaceleração futura da inflação assume considerável robustez, na medida em que as taxas *spot* esperadas nos prazos mais longos (apuradas a partir das taxas de liquidação dos contratos de taxa de juro futura) sofreram uma descida mais acentuada que as referentes a horizontes temporais mais curtos, aumentando, consequentemente, a inclinação negativa da evolução esperada das taxas.

Ao contrário dos meses de Março e Abril, nos quais as emissões foram praticamente todas colocadas, nos meses de Maio e Junho registou-se uma retracção da procura de BT na vizinhança das taxas máximas anteriormente aceites, reflectindo a reacção do mercado à intenção manifestada pelo Banco de não descer as suas taxas de intervenção enquanto a inflação não retomasse uma tendência descendente. A determinação do Tesouro em não ajustar as taxas máximas aceites nos leilões saldou-se numa maior dificuldade sentida na colocação destes títulos (quadro VI.9). Em particular, o reduzido diferencial de taxa de juro oferecido nas aplicações a 91 e 182 dias, apresentava um nítido contraste com as expectativas do mercado, sendo consequentemente inexpressivas as colocações feitas de BT a 3 meses. Assim, a realização de segundas sessões na colocação de BT por forma a aproveitar a existência de procuras elevadas foi abandonada a partir de Maio. Durante o mês de Julho, no seguimento da descida das taxas de intervenção no dia 13, assistir-se-ia ao aliviar destas tensões num contexto de maior procura e melhor sintonia das taxas pretendidas com as desejadas pelas instituições. Assim, durante este mês o perfil de preços praticados nos leilões apresentou uma forte estabilidade. Face a Janeiro, as taxas médias de colocação haviam registado descidas, por ordem crescente de prazo, de cerca de 1.0, 1.7 e 1.9 pontos percentuais em termos anuais equivalentes (quadro VI.9).

Nos dias imediatos ao anúncio, a 13 de Agosto, do calendário de liberalização dos movimentos de capitais, (em conjunção com a descida das taxas de intervenção no dia 12), não se efectuaram colocações. Assim, a limitação das operações de absorção a prazos até quatro semanas e a suspensão dos leilões de BT até ao dia ao 24 de Agosto para reformulação do calendário de colocações, levou a que o mercado ficasse alguns dias sem referenciais de taxa em prazos alargados. Os leilões subsequentes saldaram-se numa acentuada redução das taxas de colocação de BT, nos diversos prazos, para valores situados entre 2.5 e 3 pontos percentuais abaixo dos níveis anteriores, atingindo-se mínimos próximos dos 13 por cento nas taxas de BT a 1 ano (gráfico VI.2 e Caixa "Bilhetes do Tesouro"). Face a uma situação de fraca procura que caracterizou os leilões conduzidos no início do mês, esta evolução ilustra a forte reacção dos bancos a este anúncio, à qual não foi estranha uma segunda descida, no dia 19, das taxas de intervenção regular do Banco de Portugal no mercado monetário. Todavia a reacção do mercado não foi uniforme, tendo-se desenhado um segmento da procura para quem os novos preços praticados pelo Tesouro foram considerados excessivos. Consequentemente, parte da redução das taxas de juro praticadas no final do mês de Agosto e princípio de Setembro deverá ser entendido à luz de uma acentuada redução dos montantes anunciados (quadro VI.9).

Na sequência da crise cambial de Setembro, registou-se uma retracção generalizada da procura, a qual terá reflectido quer um aumento do prémio de risco do escudo quer a correcção de um efeito de *undershooting* nas expectativas do segmento mais agressivo nos leilões de finais de Agosto e primeira metade de Setembro. Embora o Tesouro tenha mostrado maior interesse na colocação das emissões a 182 dias, pela flexibilidade demonstrada em aceitar as taxas pretendidas pela procura, uma diferente estratégia revelada nos outras prazos saldar-se-ia numa maior frequência de emissões não colocadas a 91 e a 364 dias. De facto, num mercado em que a

procura atribui forte peso à atractividade relativa das condições de colocação nas diferentes maturidades e em que a informação referente ao último leilão é tomada como um importante sinal para a formulação de propostas para o leilão seguinte, uma postura deste cariz tende a traduzir-se num desencontro entre oferta e procura nos prazos onde maior ênfase é colocado no custo de financiamento. A título exemplificativo, temos a emissão de 23 de Setembro (a seis meses) em que num contexto de forte instabilidade cambial o Tesouro permite a subida da taxa máxima aceite em mais de 1.5 pontos percentuais. Uma rápida retracção da procura, a qual certamente terá tomado em consideração este sinal, levou a que nos dois leilões seguintes (a 1 ano e a três meses) não se tenham feito quaisquer colocações.

O último trimestre do ano pautou-se por uma gradual subida das taxas de colocação destes títulos, mantendo-se todavia uma estrutura "invertida" das taxas (gráfico VI.2). O desfasamento entre as taxas pretendidas pelo Estado e as expectativas do mercado, a par duma contracção dos montantes anunciados (no âmbito da opção explícita por parte do Estado em ver reduzido o saldo em circulação de BT), conduziram à situação de fraco dinamismo que caracterizou o mercado no final de 1992, com particular incidência nas emissões de bilhetes do Tesouro a 364 dias, em cujos leilões praticamente não se efectuaram colocações durante os meses de Novembro e Dezembro (12.2 milhões de contos colocados em 115 anunciados). Face a finais de Agosto, as taxas médias de colocação em Dezembro apresentavam subidas, por ordem crescente de prazo, de cerca de 2.4, 2.1 e 1.4 pontos percentuais em termos anuais equivalentes (quadro VI.9).

2.3.3 Mercado secundário

2.3.3.1 Transacções no mercado interbancário de títulos

No domínio das transacções de bilhetes do Tesouro entre instituições financeiras no mercado interbancário de títulos, a falta de liquidez existente neste mercado manteve-se notória, em particular no segundo semestre de 1992, no qual o montante mensal transaccionado em todos os prazos nunca ultrapassou os 40 milhões de contos.

A frequente concentração das operações em maturidades muito curtas revela o cariz de complementaridade que este mercado tende a assumir face a transacções celebradas no mercado monetário interbancário (MMI). Em particular, assume destaque o papel das sociedades mediadoras de capitais na intermediação entre bancos de transacções que, ao utilizarem bilhetes do Tesouro como suporte, constituem uma alternativa às operações de cedência de fundos a muito curto prazo celebradas entre as instituições no MMI. Adicionalmente, grande parte das transacções nos maiores prazos é resultado da revenda, no próprio dia de emissão, de bilhetes do Tesouro tomados por estes agentes no mercado primário, a preços marginalmente superiores.

2.3.3.2 Passagem de bilhetes do Tesouro ao público

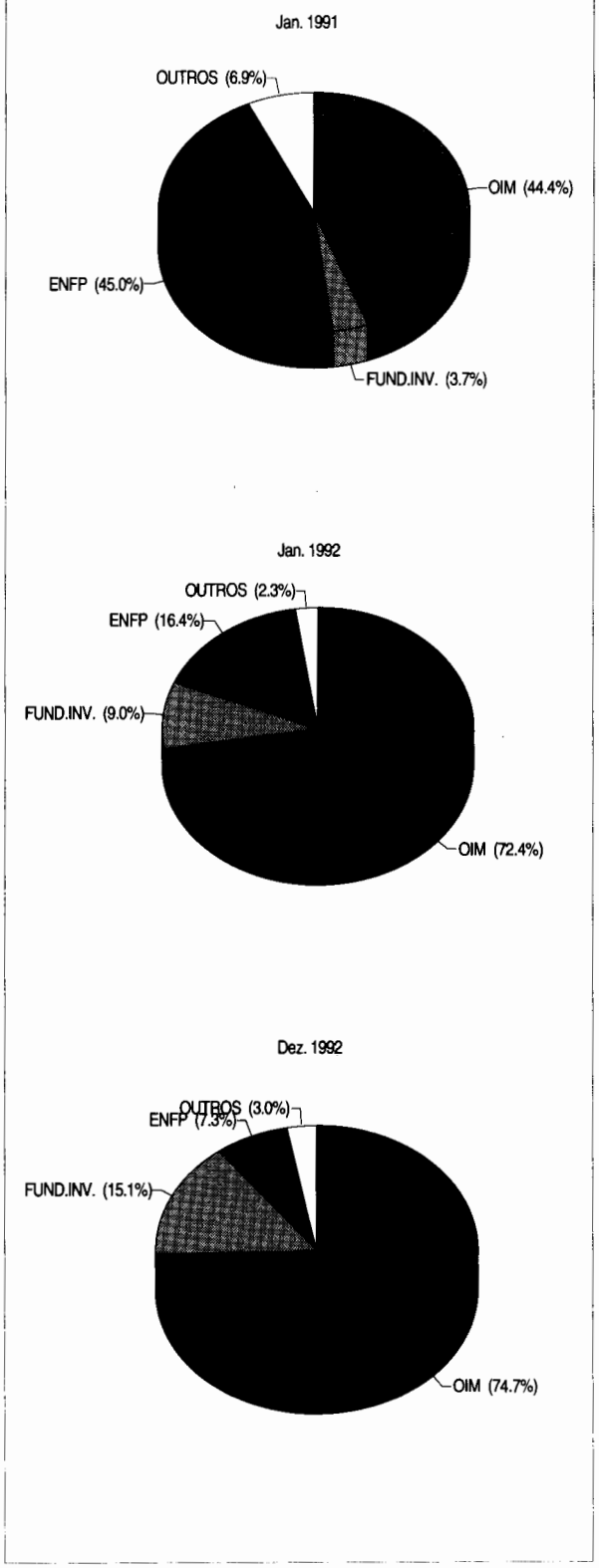
Quanto à estrutura por sectores detentores dos bilhetes do Tesouro em circulação, a sua evolução ao longo de 1992 confirmou as tendências já observadas durante 1991, de onde se salienta uma procura de BT em mercado primário primordialmente vocacionada para a carteira das Outras Instituições Monetárias (OIM) a par dum maior protagonismo das instituições financeiras não monetárias (na sua quase totalidade fundos de investimento) na intermediação de poupanças canalizadas para estes títulos.

Como se pode constatar no gráfico VI.37, comparativamente ao início de 1991, enquanto o volume em circulação de bilhetes do Tesouro se havia contraído ao longo da segunda metade de 1992 para valores similares aos de Janeiro desse ano, a estrutura de posse destes títulos em Dezembro de 1992 ilustra esta alteração qualitativa na composição da procura de BT. O montante detido pelas empresas não financeiras e particulares , o qual, durante o pri-

Gráfico VI.37

BILHETES DO TESOURO

Estrutura por detentores



meiro trimestre de 1992 ainda representava mais de 15 por cento do saldo vivo de BT, viu a sua queda acentuar-se na segunda metade do ano em particular nos meses de Setembro a Novembro, no final do qual se situava em cerca de 90 milhões de contos.

Para esta evolução poderá ter contribuído um decréscimo da atractividade das taxas de passagem de bilhetes do Tesouro ao público face a outros instrumentos alternativos de aplicação de fundos. De facto, durante a primeira metade do ano, enquanto as taxas de juro dos depósitos a prazo se mantiveram aproximadamente constantes, a descida das taxas de passagem de BT, fazendo-se sentir desde o início, saldou-se numa redução progressiva do diferencial de remuneração entre estas duas aplicações, o qual, já em Abril, se situava em valores próximos de meio ponto percentual face a níveis em Janeiro de cerca de 2 p.p. (gráfico VI.16). Adicionalmente, importa avançar o papel de expectativas de evolução descendente das taxas de juro e da escassez de emissões de bilhetes do Tesouro em mercado primário como possíveis determinantes duma maior relutância por parte dos bancos de passar para o público os títulos adquiridos em mercado primário.

Os dados referentes à passagem de bilhetes do Tesouro ao público sugerem um maior interesse relativo por parte dos bancos em manter na sua carteira os títulos com maior distância até ao vencimento. Por outro lado, a tendência para o estreitamento do diferencial de taxa de juro entre as emissões no mercado primário e a revenda ao público (o qual se manteve duma forma geral em valores na vizinhança de 0.5 pontos percentuais) observada a partir da segunda metade do ano é compatível com a alteração da composição do público destinatário no sentido duma maior importância relativa dos fundos de investimento.

No entanto, o montante detido por estas instituições, que desde Junho se havia mantido significativamente acima dos 200 milhões de contos, sofreu uma acentuada quebra durante o mês de Dezembro,(cerca de 50 milhões

de contos), reflectindo a subida generalizada dos preços exigidos pelos bancos, para a qual certamente contribuiu a forte escassez de emissões de bilhetes do Tesouro em finais de Novembro e primeira metade de Dezembro.

BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

– REACÇÃO DA PROCURA AO ANÚNCIO DO CALENDÁRIO DE LIBERALIZAÇÃO DOS MOVIMENTOS DE CAPITAIS –

Entre os vários acontecimentos que marcaram o mercado primário de bilhetes do Tesouro durante o ano de 1992, revestiu-se de particular importância, pela magnitude do seu impacto, o anúncio, em 13 de Agosto, do calendário de liberalização dos movimentos de capitais. Consequentemente, o estudo pormenorizado deste período permite tecer algumas considerações quanto ao comportamento das instituições de crédito num ambiente de acentuada incerteza e à dimensão do período de ajustamento do mercado a um novo contexto.

Como instrumento de análise, as curvas da procura, obtidas em cada leilão a partir da agregação das propostas submetidas, ao reflectirem a diversidade de montantes e taxas de juro que as instituições oferecem, tendem, naturalmente, a apresentar características distintas consoante a situação do mercado. Entre elas salientam-se a sua dimensão, dispersão e assimetria.

Em relação ao primeiro aspecto, a aferição da atractividade de uma dada emissão a partir do montante global de propostas apresentadas deverá ser cautelosa e tomar em consideração alguns elementos. Por exemplo, a observação de uma dada curva da procura não permite, em rigor, determinar qual teria sido a taxa máxima aceite pelo Tesouro, caso este tivesse pretendido colocar um montante diferente, uma vez que o valor global das propostas se encontra, à partida, positivamente relacionado com o montante anunciado para essa emissão. Em especial, quando os valores anunciados são diminutos, o seu montante coloca, naturalmente, um limite às propostas de instituições que estariam dispostas a subscrever títulos em valor superior ao montante anunciado[1]*. Por outro lado, a dimensão da procura tenderá a reflectir a percepção dos agentes quanto à possibilidade de o Tesouro, num cenário de insuficiência de propostas formuladas às taxas de juro praticadas no leilão anterior, aceitar uma subida (mesmo que pontual) das taxas de colocação, por forma a aumentar o montante emitido. Uma maior probabilidade de ocorrência duma situação desta natureza poderá revelar-se um incentivo à apresentação, por parte de algumas instituições, de propostas adicionais a taxas ligeiramente mais altas.*

Como indicador da dispersão da procura, o desvio padrão das taxas de juro submetidas a leilão (ponderadas pelos respectivos montantes), traduz o grau de consenso no mercado quanto aos preços oferecidos por cada instituição, podendo, complementarmente, reflectir o tipo predominante de estratégia seguida na formulação de propostas nesse leilão.

Por último, a procura de bilhetes do Tesouro tende a apresentar-se com uma distribuição positivamente enviesada, o que poderá resultar duma atitude de aversão ao risco por parte dos bancos, quando estes antecipam uma maior competitividade das suas propostas. De facto, neste tipo de leilão, poderá assumir alguma relevância o incentivo a que, agentes dispostos a aceitar taxas de juro mais baixas, ajustem as suas propostas por forma a evitar pagar preços maiores do que as outras instituições tomadoras.

O gráfico 1 ilustra o processo de ajustamento deste mercado aos acontecimentos de Agosto, representando, por ordem sequencial e para um mesmo prazo, as curvas da procura em leilões anteriores e posteriores ao anúncio de dia 13 desse mês.

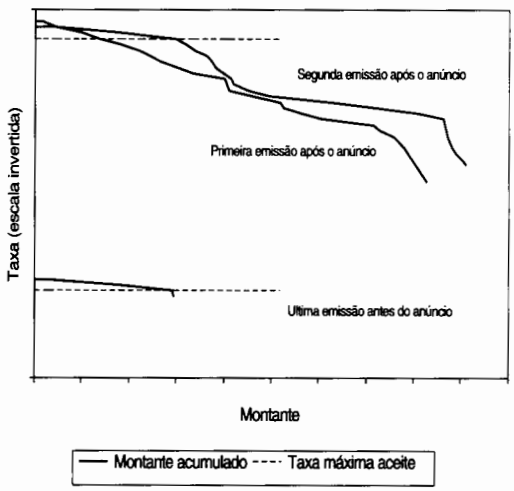
---

(1) Uma limitação dos montantes anunciados poderá ter um efeito dissuasor sobre comportamentos tacitamente cooperativos por parte de algumas instituições gerando uma maior competitividade nas propostas submetidas.

Gráfico 1

BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

Curvas da procura
Agosto de 1992



Nota: Emissões de maturidade idêntica.

Numa primeira observação, verifica-se que a forte descida do nível médio das taxas propostas se fez acompanhar, numa primeira fase, por um aumento de dispersão. No entanto, por forma a compreender o impacte deste anúncio, importa ter presente alguns elementos caracterizadores do contexto em que este processo se desenrolou, os quais constituíram importantes sinais de referência para as instituições na formulação das suas propostas:

- *Não se efectuando colocações nas emissões previstas para os dias subsequentes a 13 de Agosto, os leilões de bilhetes do Tesouro seriam interrompidos até ao dia 24 desse mês, sendo entretanto reformulado o seu calendário de emissões.*
- *No dia 19 de Agosto, o Banco de Portugal anunciou uma diminuição em 1 ponto percentual nas taxas das operações regulares de absorção e de cedência de liquidez, as quais na semana anterior (dia 12), já haviam sido reduzidas em 0.25 e 0.75 pontos percentuais, respectivamente.*
- *Limitando-se as operações de absorção de liquidez pelo Banco de Portugal a prazos até quatro semanas, também no dia 19 foram colocados títulos de intervenção monetária neste prazo, a taxas de juro inferiores em mais de 2 pontos percentuais às praticadas no início do mês.*

O efeito cumulativo dos vários sinais sucessivamente transmitidos ao mercado, traduziu-se na alteração de padrões da procura que o quadro 1 visa ilustrar de forma mais detalhada para todos os prazos.

Quadro 1

LEILÕES DE BILHETES DO TESOURO

	Antes de 13 de Agosto[a]			Após 13 de Agosto[b]		
Maturidade da emissão (em dias)	364	91	182	182	364	91
Rácio procura total/montante anunciado	0.59	0.73	0.67	8.87	8.28	6.36
Rácio colocação/montante anunciado	0.58	0.46	0.53	1.00	1.00	1.00
Variação da taxa de juro média procurada[c]	(inferior a 0.25%)			(superior a 2.0%)		
Dispersão das taxas de juro procuradas[d]	(inferior a 0.10%)			(superior a 0.30%)		
Rácio número de tomadores/número total de proponentes	1.00	1.00	1.00	0.18	0.30	0.35
Concentração da colocaçação (valores entre 0 e 1)	0.23	0.53	0.23	0.51	0.32	0.62

Notas:

(a) Correspondem às três últimas emissões em que se efectuou colocação de bilhetes do Tesouro.

(b) Correspondem às três primeiras emissões em que se efectuou colocação de bilhetes do Tesouro.

(c) Diferença entre a taxa de juro média, ponderada pelos montantes das propostas submetidas, apurada nessa emissão e a referente à emissão anterior realizada no mesmo prazo.

(d) Desvio padrão das taxas de juro propostas em cada emissão, ponderado pelos respectivos montantes oferecidos.

(e) Corresponde a uma média ponderada das quotas que cada instituição tomadora, nessa emissão, assegurou do montante total colocado. O ponderador utilizado é a própria quota de cada instituição. Um aumento do índice reflecte uma maior concentração dos montantes colocados.

A situação do mercado primário de bilhetes do Tesouro na fase anterior ao anúncio de dia 13 de Agosto caracterizou-se por uma estabilidade das taxas de juro máximas aceites pelo Tesouro, as quais se mantiveram, durante todo o mês de Julho, praticamente constantes em torno de, por ordem crescente de maturidade; 16.75, 16.5 e 16.0 por cento. Conhecendo os bancos, com elevado grau de previsibilidade os preços mínimos susceptíveis de serem aceites, seria, à partida, fraco o incentivo à formulação de propostas adicionais a taxas superiores por forma a induzir uma subida das taxas máximas de colocação. Por outro lado, num contexto de retracção da procura dirigida às taxas que vinham sendo aceites pelo Tesouro, o estímulo concorrencial terá sido bastante reduzido, o que se pode constatar pela diferença nula, ou quase nula, entre as taxas médias de colocação e as taxas máximas aceites. O gráfico 1 e o quadro 1 ilustram as características dos leilões que precederam o anúncio, em que todas as instituições proponentes viram aceites a quase totalidade das suas propostas, (as quais frequentemente se concentravam numa única taxa de juro), sendo assim inexpressivos os montantes oferecidos acima das taxas máximas aceites nos leilões anteriores.

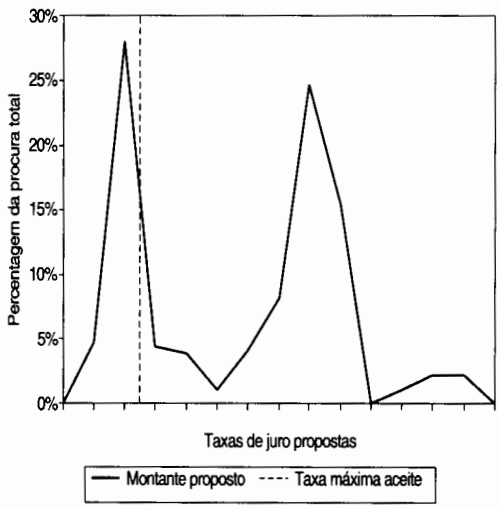
Com o retomar das emissões de bilhetes do Tesouro no final de Agosto e, em particular, no primeiro leilão realizado, observa-se que a generalidade das instituições esperava uma descida das taxas de colocação num intervalo compreendido entre 2.0 e 2.5 pontos percentuais. Em particular, da análise do comportamento de alguns bancos, poder-se-á levantar a hipótese de alguma expectativa no mercado quanto à possibilidade de uma nova redução das taxas de intervenção regular do Banco de Portugal. A incerteza quanto ao novo nível de preços de "equilíbrio", reflectiu-se, não só numa acentuada dispersão dos preços oferecidos, instituição a instituição, como também numa alteração da estratégia de formulação de propostas predominante no mercado, a qual se passou a caracterizar por uma mais acentuada repartição de montantes por diferentes taxas de juro.

A significativa redução dos montantes anunciados, que acompanhou a reactivação das colocações de bilhetes do Tesouro, contribuiu para uma descida das taxas máximas (2.75 pontos percentuais) porventura mais abrupta do que a esperada pela maior parte dos agentes, tendo-se também repercutido na concentração dos montantes colocados num número mais restrito de instituições, como se pode constatar no quadro 1.

Gráfico 2

BILHETES DO TESOURO – MERCADO PRIMÁRIO

Distribuição das propostas a leilão



Nos leilões seguintes, desenharam-se dois padrões distintos de comportamento no seio das instituições concorrentes aos leilões. Um primeiro grupo reagiu rapidamente, ajustando as suas propostas em torno de taxas de juro que representavam, em relação aos níveis praticados antes do anúncio, descidas similares às ocorridas no leilão anterior. Este rápido processo de aprendizagem traduziu-se num subsequente aumento da percentagem de instituições com propostas aceites em leilão. Um segundo grupo de bancos terá considerado excessiva a descida das taxas de juro face às suas expectativas, optando por manter as suas propostas em níveis significativamente superiores aos do resto da procura (na vizinhança de 0.5 pontos percentuais). Este tipo de comportamento, que o leilão representado no gráfico 2 exemplifica claramente, poderá eventualmente ser justificado pela vontade de algumas instituições de sinalizar os preços que consideravam adequados.

No entanto, se excluirmos este segmento da análise, podemos concluir que o ajustamento da procura de bilhetes do Tesouro a esta alteração de contexto se caracterizou por um veloz processo de aprendizagem, em que as instituições incorporaram a informação resultante de leilões anteriores na formulação das suas propostas para o leilão seguinte, sendo esta evolução para um novo equilíbrio reflectida numa progressiva diminuição da dispersão das propostas.

3. Mercado de capitais

3.1 Enquadramento geral

O mercado de valores mobiliários nacional evidenciou, em 1992, uma evolução diferenciada nos seus múltiplos componentes, não sendo portanto oportuno tirar conclusões de natureza qualitativa acerca do seu comportamento global. Esta situação reflectiu naturalmente um conjunto vasto de factores, não apenas intrínsecos, como igualmente externos ao próprio mercado.

Durante o ano de 1992 saliente-se a profunda alteração nas fontes de financiamento do sector público administrativo, traduzida no reduzido volume de dívida pública negociável emitida em mercado primário. A um nível distinto, refira-se igualmente a ocorrência de irregularidades surgidas com algumas instituições intermediárias, bem como o acentuar de situações de incumprimento por parte de algumas empresas emitentes de empréstimos obrigacionistas, situação que é tanto mais grave quanto não existe em Portugal uma prática de acompanhamento das empresas cotadas.

O abrandamento da actividade económica, a alteração na condução da política monetária – consequência da adesão do escudo ao mecanismo de taxa de câmbio do Sistema Monetário Europeu (SME) e da decisão de liberalização integral dos movimentos de capitais com o exterior – e o surgimento de perturbações cambiais associadas às crises do SME em Setembro e em Novembro, terão ainda criado situações de grande incerteza para os agentes económicos intervenientes no mercado de capitais nacional.

Em termos institucionais e operacionais o início do ano foi marcado por diversas alterações, na sequência das orientações consagradas no Código do Mercado de Valores Mobiliários. Neste sentido, foram constituídas as Associações das Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto, as quais têm como principal função a organização e administração das respectivas bolsas de valores. No âmbito da reestruturação do mercado em bolsa, estas instituições procederam à análise dos valores mobiliários admitidos ao mercado de cotações oficiais e, com base em critérios que tiveram em conta a situação económica e financeira das sociedades emitentes e o comportamento dos valores mobiliários ao longo de 1991, decidiram excluir cerca de um terço dos títulos das sociedades cotadas neste mercado, os quais transitaram para o mercado sem cotações ou para o segundo mercado, este especialmente vocacionado para as transacções de valores mobiliários de pequenas e médias empresas.

Relativamente à evolução global do mercado primário, a emissão total de títulos, líquida de amortizações, cresceu aproximadamente 13 por cento relativamente ao ano anterior, tendo-se situado no final do ano em 1147.9 milhões de contos (quadro VI.10). Esta evolução só não terá sido mais acentuada devido aos factores anteriormente referidos, e ao importante desenvolvimento de formas alternativas de financiamento das empresas, nomeada-

Quadro VI.10

EMISSÃO TOTAL DE TÍTULOS LÍQUIDA DE AMORTIZAÇÕES[a]

Por sectores institucionais

Milhões de contos

	1990	1991	1992
Sector Público Administrativo	470.3	470.5	554.9
Outras instituições monetárias	158.3	69.9	210.1
Instituições financeiras não monetárias	212.2	229.8	158.8
Empresas públicas não financeiras	108.9	51.5	74.0
Outras empresas não financeiras	150.1	91.8	115.2
Entidades não residentes	47.5	99.5	34.9
Total	1147.3	1013.0	1147.9

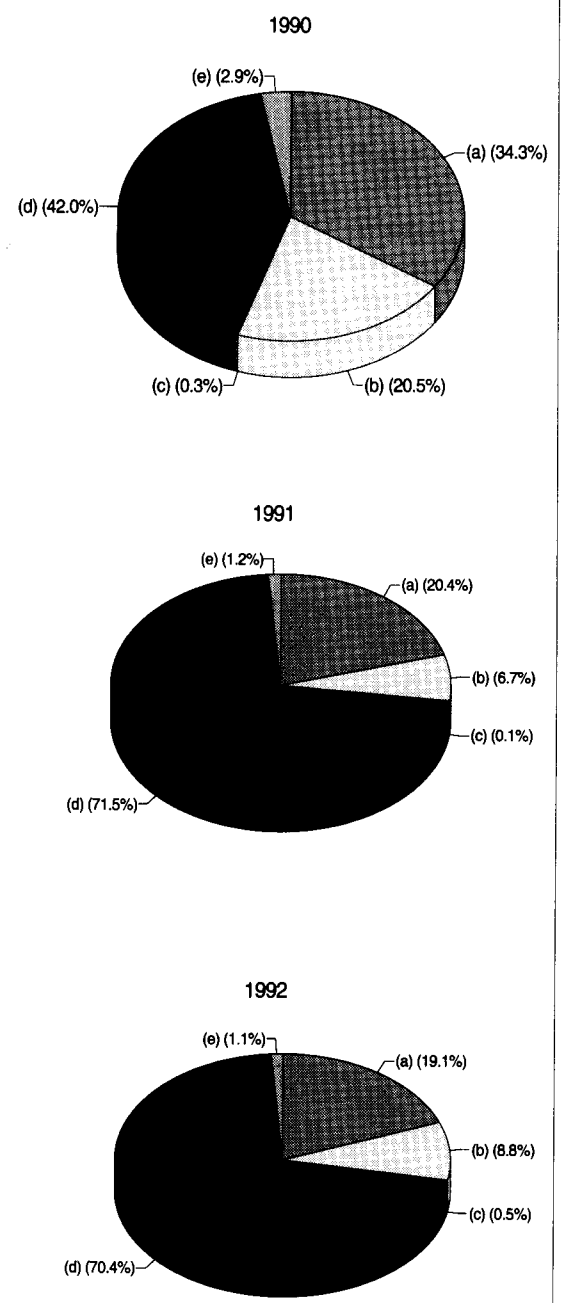
Fontes: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público, Boletins de Cotações das Bolsas de Valores, intermediários financeiros e jornais de grande circulação (nos termos do Decreto-Lei nº 142-A/91 de 10 de Abril)

Nota:

(a) Não inclui certificados de aforro, bilhetes do Tesouro e Crédito por Leilão ao Investimento Público.

Gráfico VI.38

COMPOSIÇÃO DAS TRANSACÇÕES EM BOLSA



Notas:

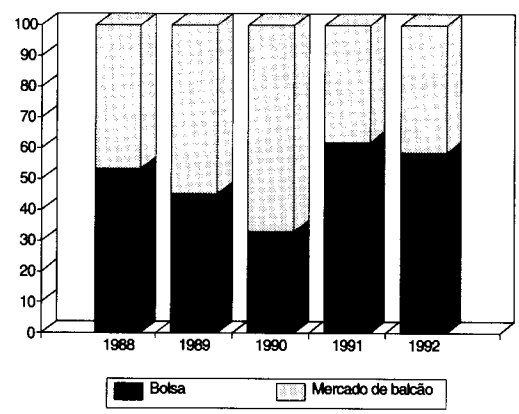
(a) Acções.
(b) Acções – sessões especiais.
(c) Unidades de participação.
(d) Obrigações.
(e) Títulos de participação.

mente o crédito sindicado em sistema de leilão.

Gráfico VI.39

TRANSACÇÕES EM BOLSA E NO MERCADO DE BALCÃO

Importância relativa



No mercado secundário é de salientar a tendência para um aumento da liquidez, essencialmente no segmento obrigacionista – o índice *turnover* para as transacções de obrigações na Bolsa de Valores de Lisboa aumentou de 25.51 em 1991 para 39.35 no final de 1992 –, já que no segmento accionista se manteve uma aparente apatia. As transacções em bolsa de Títulos de Participação e de Unidades de Participação que ao longo do ano se cifraram em 40.7 milhões de contos, representando apenas no seu conjunto 1.6 por cento (gráfico VI.38) do total movimentado em bolsa a nível nacional, evidenciaram, todavia, uma acentuada expansão em termos homólogos, especialmente sensível no segmento de Unidades de Participação (gráfico VI.40).

O valor global das aplicações em títulos nacionais por parte de investidores não residentes reduziu-se significativamente, essencialmente em Agosto e, sobretudo, Setembro (gráfico VI.41), tendo atingido apenas 497.2 milhões de contos no final do ano (aproximadamente menos 40 por cento do que em 1991 – quadro VI.11). Esta evolução resultou, num primeiro momento, do anúncio efectuado pelo

Gráfico VI.40

TRANSACÇÕES EM BOLSA DE UNIDADES E TÍTULOS DE PARTICIPAÇÃO

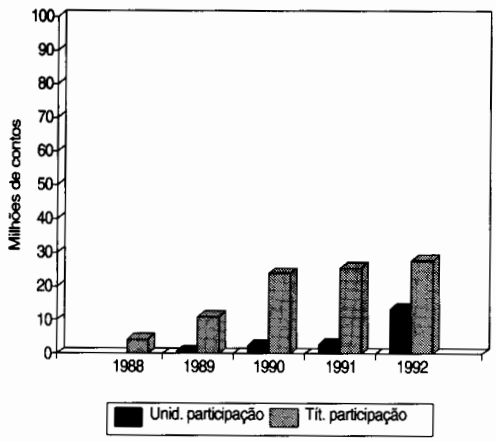
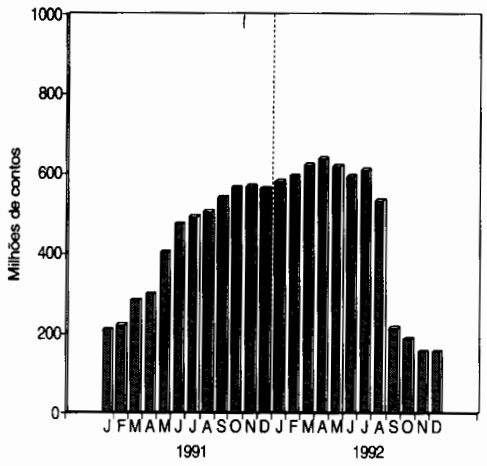


Gráfico VI.41

STOCK DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA NA POSSE DE NÃO RESIDENTES



Banco de Portugal, a 13 de Agosto, de liberalização dos movimentos de capitais com o exterior, o qual, ao induzir uma descida nítida das taxa de juro nominais no curto prazo (reflectida na deslocação descendente da estrutura temporal da taxa de juro – gráfico VI.42), reduziu a rentabilidade proporcionada pelos títulos de dívida nacional provocando operações imediatas de desinvestimento. Contudo, foi na sequência da crise cambial de Setembro do SME e das crescentes expectativas de desvalorização do escudo que estas operações se acentuaram, tendo-se observado um significativo desfazer de posições (o *stock* de títulos de dívida nacional na posse de investidores não residentes reduziu-se 369.1 milhões de contos apenas em Setembro), fundamentalmente através de sucursais *off-shore* de bancos residentes. Contrariamente ao verificado um ano antes, no final de 1992 o *stock* de títulos nacionais detido por não residentes era maioritariamente (51.2 por cento) constituídos por

Quadro VI.11

TÍTULOS NACIONAIS DETIDOS POR NÃO RESIDENTES[a]

Milhões de escudos

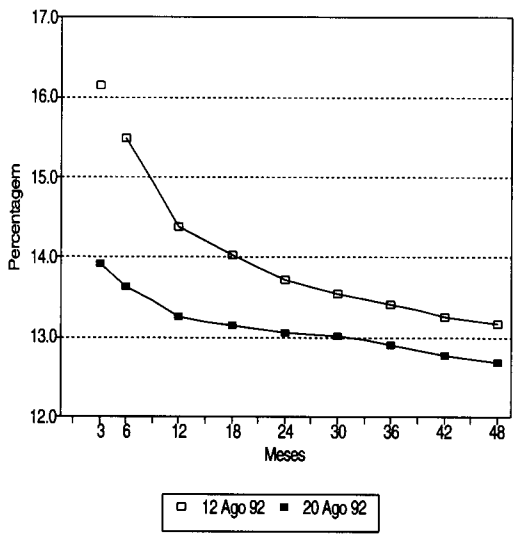
	1990		1991		1992	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Acções	182965	45.5	210960	25.5	254852	51.2
Obrigações	208654	51.8	597371	72.1	206199	41.5
das quais: dívida pública	185875	46.2	562694	67.9	156317	31.4
Títulos de participação	909	0.2	3418	0.4	794	0.2
Unidades de participação	10026	2.5	17099	2.1	35575	7.2
Total	402554	100	828848	100	497420	100

Nota:
(a) *Stock* no final do ano. Os títulos estão valorizados à última cotação do período.

Gráfico VI.42

ESTRUTURA TEMPORAL DA TAXA DE JURO

Taxas de juro à vista



Quadro VI.12

EMISSÃO TOTAL DE TÍTULOS LÍQUIDA DE AMORTIZAÇÕES

Por tipo de instrumento[a]

Milhões de contos

	1990	1991	1992
Acções	387.5	308.0	405.7
Títulos de participação	-3.3	-1.7	-16.0
Títulos de dívida pública	470.3	470.5	554.9
Tesouro Familiar	40.2	38.0	190.4
FIP	405.3	803.9	41.5
OCA	172.0	59.0	-17.0
OT – médio prazo	-45.8	440.0	48.4
Outras obrigações	-101.4	-870.4	276.5
Títulos de participação	-	-	15.1
Obrigações "clássicas"	216.8	104.7	-12.8
Obrigações de caixa	8.9	1.2	156.5
Obrigações de entidades não residentes	47.5	99.5	34.9
Obrigações convertíveis	14.0	6.1	-22.0
Obrigações subordinadas	-	19.4	43.0
Obrigações hipotecárias	-	5.0	-
Obrigações participantes	-	0.3	0.7
Obrigações com *Warrant*	5.6	-	3.0
Total	1147.3	1013.0	1147.9
Por memória:			
Certificados de Aforro (líquidos)	174.7	185.6	223.4

Fontes: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público, 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.

acções, representando uma ligação mais estável à economia nacional.

3.2 Mercado de obrigações

O segmento obrigacionista do mercado de valores mobiliário nacional caracterizou-se em 1992 por um crescimento particularmente moderado no mercado primário, tendo o mercado secundário registado uma forte expansão, reflectindo o acentuado dinamismo das transacções efectuadas sobre valores do Tesouro.

As emissões de obrigações líquidas de amortizações atingiram no final do ano 743.1 milhões de contos – o que representa um crescimento de 5.2 por cento relativamente a 1991 (quadro VI.15) –, devendo-se realçar o elevado montante emitido de obrigações de caixa ao longo de 1992 (156.5 milhões de contos, que compara com somente 1.2 milhões de contos em 1991 – quadro VI.12).

Contudo, as emissões brutas totais reduziram-se consideravelmente em relação ao ano anterior (menos 601.7 milhões de contos), tendo sido significativo o decréscimo das emissões do Sector Público Administrativo destinadas à subscrição pública.

Consequentemente, verificou-se em termos globais uma redução das emissões de obrigações quer com taxa de cupão fixa (menos 38.6 por cento), quer com taxa de cupão indexada (menos 31.0 por cento), sendo de salientar apenas o aumento das emissões de obrigações indexadas à taxa de juro dos depósitos a prazo (210.9 milhões de contos), exclusivamente obrigações de Tesouro Familiar. A taxa base

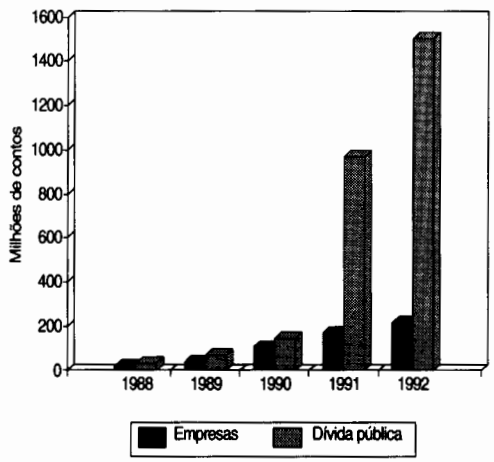
anual de bilhetes do Tesouro continuou, no entanto, a constituir o principal indexante, sendo utilizada por 73.9 por cento do total da dívida emitida a taxa variável (quadro VI.13).

A infrequente colocação de bilhetes do Tesouro em mercado primário, observada essencialmente após Abril de 1992, terá, todavia, dificultado o ajustamento, com o *timing* desejado, deste indexante às expectativas geradas pelos agentes económicos, reduzindo-se assim naturalmente o seu conteúdo informativo das condições do mercado.

No mercado secundário, o valor das obrigações transaccionadas em 1992 cresceu acentuadamente, quer no mercado em bolsa (17.7 por cento), quer fundamentalmente no mercado em balcão (49.5 por cento), tendo-se movimentado 3257.1 milhões de contos. Apesar desta evolução, e à semelhança do observado no ano anterior, o valor das obrigações transaccionadas em bolsa manteve-se superior ao valor das obrigações transaccionadas no mercado de balcão (quadro VI.14). Pese embora o maior número de empréstimos obrigacionistas cotados (mais 36 do que em 1991), o volume de títulos transaccionados reduziu-se aproximadamente 5 por cento. Consequentemente, a capitalização bolsista do segmento obrigacio-

Gráfico VI.43

TRANSACÇÕES EM BOLSA DE OBRIGAÇÕES



Quadro VI.13

EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES

Por tipo de taxa

Milhões de contos

	Dívida Pública			Diversos			Não residentes			Total		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Taxa fixa	75.4	450.0	194.4	32.7	27.3	117.9	47.5	99.5	41.9	155.6	576.8	354.2
Taxa indexada	759.0	1050.5	620.2	261.9	171.4	222.6	-	-	-	1020.9	1221.9	842.8
Taxa base anual[a]	685.2	963.0	409.2	43.8	86.0	213.3	-	-	-	729.0	1049.0	622.5
Taxa APB 180 dias	0.3	0.5	-	105.3	70.2	3.1	-	-	-	105.6	70.7	3.1
Taxa dos depósitos a prazo[b]	73.0	45.0	210.9	-	-	-	-	-	-	73.0	45.0	210.9
Taxa de referência das obrigações	0.5	-	-	111.2	1.7	0.1	-	-	-	111.7	1.7	0.1
Outros		42.0	0.1	1.6	13.5	6.1	-	-	-	1.6	55.5	6.2
Total	834.4	1500.5	814.6	294.6	198.7	340.5	47.5	99.5	41.9	1176.5	1798.7	1197.0

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.

Quadro VI.14

POSIÇÃO E MOVIMENTO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES[a]

	1990	1991	1992
POSIÇÃO			
Número de empréstimos obrigacionistas cotados	371	427	463
Mercado de cotações oficiais	370	427	450
Segundo mercado	-	-	6
Mercado sem cotações	1	-	7
Quantidade de obrigações vivas cotadas (10^3 unid.)	731724	1061753	1240773
Mercado de cotações oficiais	710342	1061753	1235700
Segundo mercado	-	-	3750
Mercado sem cotações	21382	-	1323
Valor das obrigações vivas cotadas (10^3 contos)	1546598	2781620	3445396
Mercado de cotações oficiais	1332776	2781620	3429194
Segundo mercado	-	-	15000
Mercado sem cotações	213822	-	1202
MOVIMENTO			
Quantidade de obrigações transaccionadas (10^3 unid.)	669259	834089	792747
Em Bolsa	180388	429400	372071
Mercado de cotações oficiais	166944	333374	370623
Dívida Pública[b]	58626	165684	209966
Diversos	108318	167690	160657
Segundo mercado	-	-	134
Mercado sem cotações	9401	16087	1314
Transacções especiais - Lisboa	4	46954	-
Mercado de listagem - Porto	4039	32985	-
Mercado de Balcão	488871	404689	420676
Cotadas	298485	202425	190673
Não transaccionáveis	190386	202264	230003
Valor das obrigações transaccionadas(10^3 contos)	1726664	2488889	3257119
Em Bolsa	345258	1460293	1719405
Mercado de cotações oficiais	249673	1140618	1718001
Dívida Pública[b]	143659	972316	1504067
Diversos	106014	168302	213934
Segundo mercado	-	-	136
Mercado sem cotações	91193	164179	1268
Transacções especiais - Lisboa	352	102291	-
Mercado de listagem - Porto	4040	53205	-
Mercado de Balcão	1381406	1028596	1537714
Cotadas	780068	513278	760357
Não transaccionáveis	601338	515318	777357

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.

nista, para a Bolsa de Valores de Lisboa, aumentou consideravelmente, atingindo 3354.4 milhões de contos no final do ano (2701.9 milhões de contos no final de 1991).

3.2.1 Dívida pública

Em 1992 o montante das emissões brutas de títulos do Tesouro destinados a subscrição particular foi de 333.9 milhões de contos, valor consideravelmente superior ao de 1991. No entanto, no segmento de emissões destinadas ao público registou-se uma acentuada redução (menos 914.3 milhões de contos), quando comparado com o ano anterior. Para esta evolução terão contribuído essencialmente dois factores: o valor pontualmente elevado de emissões de dívida pública ocorrido em 1991, resultante essencialmente da última fase da grande operação de absorção da liquidez excedentária do sistema financeiro português, e o facto de o Tesouro ter praticamente suspendido, a partir de Abril, o calendário de emissão regular de dívida pública com taxa indexada implícito no Orçamento de Estado para 1992, e de ter recusado, quase sistematicamente, ao longo do segundo semestre, a maioria das propostas apresentadas pelas instituições de crédito aos leilões de obrigações do Tesouro de médio prazo (gráfico VI.44). O valor líquido de amortizações das emissões de obrigações de dívida pública (539.8 milhões de contos) foi, todavia, superior ao dos últimos anos (quadro VI.15).

No segmento de dívida pública não negociável emitida em 1992 é de salientar o aumento das emissões líquidas quer de obrigações de Tesouro Familiar, quer de certificados de aforro, as quais ascenderam no total a 413.8 milhões de contos (quadro VI.12). Uma análise intra-anual permite, todavia, verificar que as emissões brutas neste segmento de dívida pública não foram regulares, ao longo do ano, podendo inclusive observar a reacção da procura às alterações ocorridas nos *spreads* destes dois instrumentos, nomeadamente a anulação do adicional aplicável à taxa de remuneração dos certificados de aforro e a nova redução do respeitante a obrigações de Tesouro Familiar, ocorrida em 1 de Outubro, face ao indexante de depósitos a prazo (gráfico VI.45).

Relativamente à emissão de dívida pública com taxa de cupão fixa, nomeadamente obrigações do Tesouro de médio prazo, verificou-

Quadro VI.15

EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES

Por sectores institucionais

Milhões de contos

	1990	1991	1992
Emissões brutas	1176.5	1798.7	1197.0
Por subscrição pública	886.0	1534.8	634.8
Sector Público Administrativo	754.4	1395.0	480.7
Outras Instituições Monetárias	39.6	20.5	67.2
Instituições Financeiras não Monetárias	21.5	31.8	21.0
Empresas Públicas não Financeiras	68.0	30.5	54.0
Outras Empresas não Financeiras	2.5	9.5	11.9
Entidades não Residentes	-	47.5	-
Por subscrição particular	290.5	263.9	562.2
Sector Público Administrativo	80.0	105.5	333.9
Outras Instituições Monetárias	5.0	18.9	62.9
Instituições Financeiras não Monetárias	56.2	42.6	84.3
Empresas Públicas não Financeiras	32.3	17.0	17.5
Outras Empresas não Financeiras	69.5	27.9	21.7
Entidades não Residentes	47.5	52.0	41.9
Emissões líquidas	763.1	706.7	743.1
Sector Público Administrativo	470.3	470.5	539.8
Outras Instituições Monetárias	34.7	33.7	96.6
Instituições Financeiras não Monetárias	76.6	71.5	46.7
Empresas Públicas não Financeiras	85.3	36.6	29.5
Outras Empresas não Financeiras	48.7	-5.1	-4.4
Entidades não Residentes	47.5	99.5	34.9

Fontes: Direcção-Geral da Junta do Crédito Público, 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).

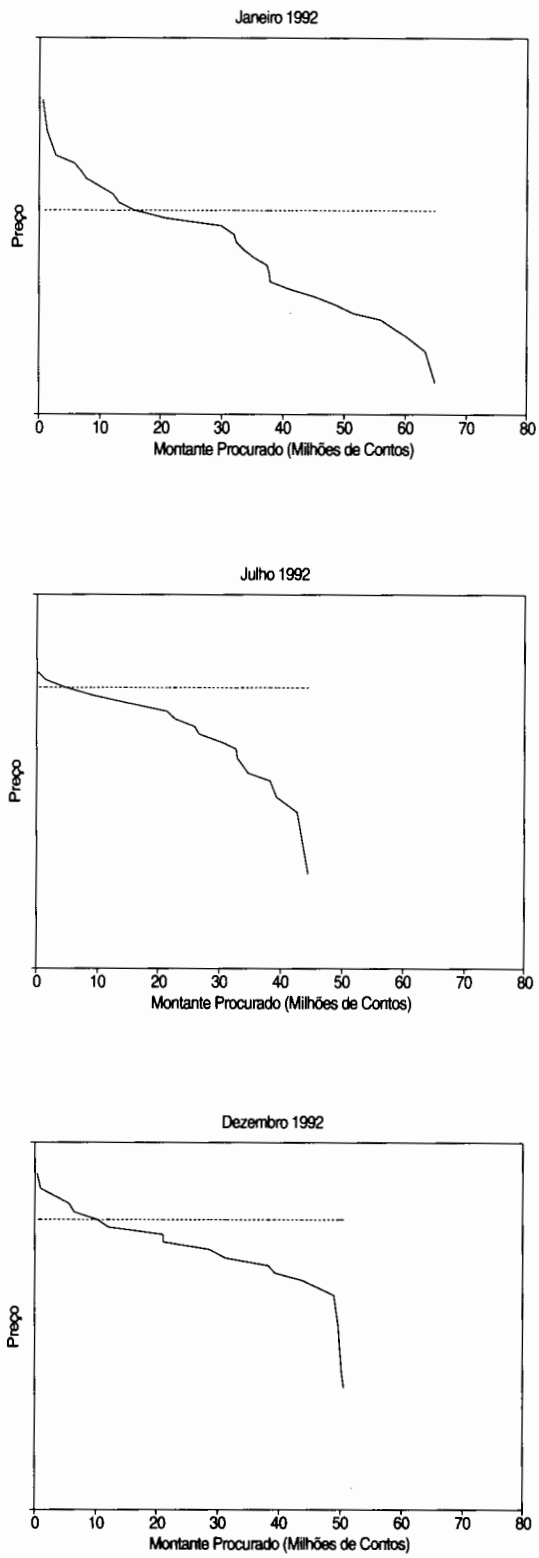
Nota:

(a) Não inclui certificados de aforro, bilhetes do Tesouro e Crédito por Leilão ao Investimento Público.

Gráfico VI.44

OBRIGAÇÕES DO TESOURO – MÉDIO PRAZO

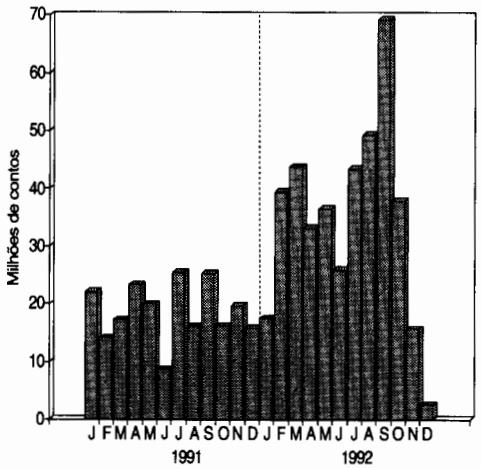
Curvas da procura



-se ao longo do primeiro semestre uma redução gradual das taxas de juro de colocação, com os preços a aproximarem-se dos praticados no mercado secundário. Em Abril, possivelmente na sequência da adesão do escudo ao mecanismo de taxas de câmbio do Sistema Monetário Europeu, foi integralmente colocado um leilão à taxa de juro média de 12.375 por cento, cerca de 1 ponto percentual inferior à do leilão precedente, igualmente fungível com a obrigação do Tesouro de Janeiro de 1995. A partir do mês de Junho o Tesouro recusou sistematicamente a colocação total dos montantes previamente anunciados, não se

Gráfico VI.45

EMISSÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA NÃO NEGOCIÁVEL



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
1991						
Março[a]	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	-	-
1992						
Janeiro	-	-	-	13.654	-	-
Fevereiro ...	-	-	-	13.391	-	-
Março	-	-	-	13.371	-	-
Abril	-	-	-	12.375	-	-
Maio	-	-	13.175	-	-	-
Junho	-	-	-	-	-	-
Julho	-	-	13.229	-	-	-
Agosto	-	-	-	-	-	-
Setembro ...	-	-	13.117	-	-	-
Outubro	-	-	13.344	-	-	-
Novembro ..	-	13.500	-	-	-	-
Dezembro ..	-	-	-	13.480	13.000	13.051

Nota:
(a) Protocolo de 7 de Dezembro de 1990.

tendo, contudo, verificado qualquer redução nas taxas de juro médias de colocação (ver quadro VI.16).

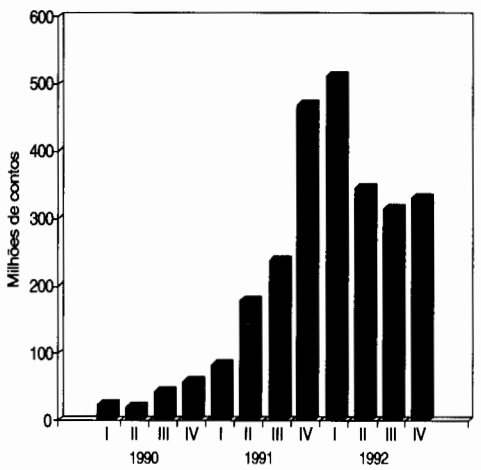
Quanto à emissão de títulos de dívida com taxa indexada, o panorama foi semelhante, nomeadamente no que respeita à emissão de FIP, tendo o Tesouro emitido somente 41.5 milhões de contos, em termos líquidos de amortizações, ao longo do ano (803.9 milhões de contos em 1991). Este facto reflecte uma alteração significativa na forma de financiamento do Estado, porquanto este instrumento representou nos últimos anos um papel determinante na gestão da dívida pública nacional. Paralelamente verificou-se uma gradual perda de importância das emissões de Obrigações de Capitalização Automática, à semelhança do já ocorrido em 1991.

Por fim, refira-se a realização de um empréstimo interno amortizável no montante de 248.4 milhões de contos, destinado à consolidação do saldo existente em 31 de Dezembro de 1992 da conta corrente gratuita do Estado no Banco de Portugal.

No mercado secundário de obrigações de dívida pública o valor das transacções em bolsa registou novamente um significativo crescimento (54.7 por cento), embora em desacelera-

Gráfico VI.46

TRANSACÇÕES EM BOLSA DE OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA



ção face ao ano anterior particularmente a partir do primeiro trimestre de 1992 (gráfico VI.46). Observou-se contudo um reforço do seu peso relativo na estrutura global das transacções do segmento obrigacionista (87.5 por cento contra 66.6 por cento em 1991).

As cotações das obrigações de dívida pública com taxa de cupão fixa reflectiram naturalmente, em 1992, as sucessivas alterações nas expectativas do mercado quanto à evolução futura das taxas de juro nominais. De facto, após uma gradual subida dos preços no início do ano, observou-se, ao longo do segundo semestre, uma redução generalizada das cotações – tendo como consequência a deslocação progressiva no sentido ascendente da estrutura temporal da taxa de juro (gráfico VI.47) – como resultado também do aumento do prémio de risco do escudo, na sequência da instabilidade observada nos mercados cambiais.

Quadro VI.17

MERCADO SECUNDÁRIO DE OBRIGAÇÕES
TAXAS DE RENDIBILIDADE

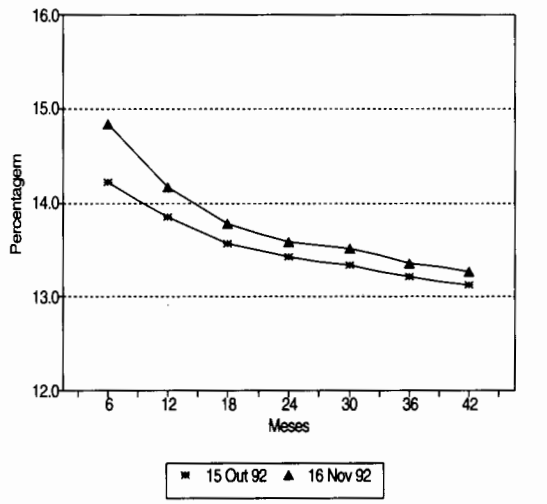
Obrigações de Dívida Pública

	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					
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	-	-
1992					
Janeiro	17.11	-	13.26	-	-
Fevereiro	16.81	-	13.28	-	-
Março	16.06	-	13.20	13.13	-
Abril	14.94	-	12.65	12.32	-
Maio	15.09	-	13.43	12.81	-
Junho	15.10	-	13.50	13.30	-
Julho	15.31	-	13.16	13.16	-
Agosto	15.52	13.19	-	12.88	-
Setembro	14.45	13.33	-	12.99	-
Outubro	14.19	13.86	-	-	-
Novembro	14.96	13.77	-	-	-
Dezembro	14.95	13.57	-	-	-

Gráfico VI.47

ESTRUTURA TEMPORAL DA TAXA DE JURO

Taxas de juro à vista



3.2.2 Dívida privada

O mercado primário de obrigações do sector privado residente, financeiro e não financeiro, revelou-se particularmente activo em 1992, tendo-se emitido 340.5 milhões de contos de dívida (168.4 milhões de contos, em termos líquidos de amortizações), valor substancialmente superior ao do ano anterior (quadro VI.15). Os emitentes de dívida privada souberam, ao longo do primeiro semestre, aproveitar as condições particularmente atractivas de emissão – pressão da procura e cenário de descida das taxas de juro nominais –, para desenvolver, com diferenciais de taxa de juro reduzidos face a instrumentos sem risco, as suas

operações de endividamento. Contudo, na segunda metade do ano a situação de incerteza quanto à evolução futura das taxas de juro, e o abrandamento da actividade económica, terá eventualmente conduzido à retracção dos emitentes e ao natural adiamento de decisões de endividamento. A evolução relativamente estável dos agregados de crédito ao sector privado neste período sugere que não terão ocorrido processos significativos de substituição de crédito obrigacionista por crédito bancário.

Saliente-se, no entanto, que a evolução observada no mercado primário de dívida privada foi nitidamente diferenciada por tipo de sector institucional emitente, ao contrário do ocorrido em 1991, ano em que se verificou uma diminuição generalizada das emissões. De facto, em termos líquidos de amortizações, somente as emissões das outras instituições monetárias (96.6 milhões de contos) revelaram um valor superior ao de 1991 (33.7 milhões de contos), sendo particularmente significativa a redução das emissões líquidas de obrigações das instituições financeiras não monetárias (menos 34.7 por cento do que em 1991), e o valor negativo (-4.4 milhões de contos) das emissões líquidas das outras empresas não financeiras, à semelhança do ocorrido no ano anterior (quadro VI.15).

Por tipo de obrigações, o aumento do valor dos empréstimos obrigacionistas líquido de amortizações, ocorrido em 1992, resultou essencialmente das emissões de obrigações de caixa (156.5 milhões de contos) e de obrigações subordinadas (43.0 milhões de contos).

Relativamente ao ano anterior observou-se um crescimento significativo das emissões a taxa fixa (117.9 milhões de contos, valor que compara com 27.3 milhões de contos em 1991), facto que, num cenário de expectativa de descida das taxas de juro nominais, poderá, não só traduzir alterações intencionais na estrutura das carteiras de endividamento dos emitentes, mas também reflectir, eventualmente, a intenção destes de reduzir os encargos financeiros a suportar na fase inicial do endividamento. As obrigações emitidas com taxa de cupão variável foram quase exclusivamente (95.8 por cento) indexadas à taxa base anual de bilhetes do Tesouro, com *spreads* geralmente multiplicativos.

Em contraste com o aumento das emissões do sector residente, a colocação de empréstimos obrigacionistas por parte de entidades não residentes ascendeu a 41.9 milhões de contos em 1992, valor inferior a metade do observado no ano anterior. Este montante foi exclusivamente colocado por subscrição particular a taxa fixa.

O valor das transacções de obrigações de dívida privada nos diversos segmentos do mercado em bolsa registou em 1992 um significativo decréscimo (menos cerca de 50 por cento relativamente a 1991), tendo totalizado somente 215.3 milhões de contos (quadro VI.14). Consequentemente, o seu peso relativo no total das transacções de obrigações em mercado secundário reduziu-se para 12.5 por cento, reflectindo, igualmente, o nítido crescimento das transacções de títulos de dívida pública.

A falta de liquidez estrutural deste mercado ter-se-á acentuado na segunda metade de 1992, na sequência de sucessivas situações de incumprimento de algumas empresas, essencialmente não financeiras, no pagamento dos respectivos cupões.

Sendo notória a falta de liquidez e a diversidade de níveis de risco associados aos emitentes de obrigações de dívida privada transaccionada em mercado secundário, será difícil retirar qualquer conclusão sobre a evolução da sua rendibilidade em termos gerais.

3.3 Mercado de acções

Em 1992 o valor nominal dos aumentos de capital ascendeu a 520.6 milhões de contos, correspondendo, à semelhança do que ocorreu em anos precedentes, na sua maioria (54.8 por cento) a aumentos de capital por subscrição particular. De referir, igualmente, o decréscimo no valor das operações relacionadas com a constituição de novas sociedades anónimas, contrastando com o forte crescimento ocorrido em 1991 (quadro VI.18).

Quadro VI.18

CONSTITUIÇÃO, DISSOLUÇÃO E AUMENTOS DE CAPITAL DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

Milhões de escudos

	1990	1991	1992[a]
1.Constituição	68033	112005	52130
2.Dissolução	1732	1952	6571
3.Diferença (1-2)	66301	110053	45559
4.Aumentos de capital	442321	351163	520637
4.1.Por incorporação de reservas	124820	72145	176273
4.2.Por subscrição particular	247251	244352	285356
4.2.1.Entidades públicas	9943	15865	19105
4.2.2.Entidades privadas	237308	228487	266251
4.3.Por subscrição pública	70250	34666	59008

Fonte: INE, "Boletim Mensal de Estatística" e Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto, Boletins de Cotações.

Nota:

(a) Os valores referentes à constituição e dissolução de sociedades anónimas são provisórios.

Quadro VI.19

EMISSÃO DE ACÇÕES

Milhões de contos

	1990	1991	1992
Por subscrição pública	140.2	63.6	126.6
Outras Instituições Monetárias	88.1	16.2	97.3
Instituições Financeiras não Monetárias	17.4	18.7	6.3
Empresas Públicas não Financeiras	6.8	1.3	16.3
Outras Empresas não Financeiras	27.9	27.4	6.7
Por subscrição particular	247.3	244.4	279.1
Outras Instituições Monetárias	44.4	21.7	32.2
Instituições Financeiras não Monetárias	118.2	139.6	105.9
Empresas Públicas não Financeiras	11.2	13.6	28.1
Outras Empresas não Financeiras	73.5	69.5	112.9
Total	387.5	308.0	405.7

Fonte: 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).

As emissões totais de acções realizadas em 1992 registaram um significativo crescimento relativamente ao ano anterior (mais 31.7 por cento), totalizando 405.7 milhões de contos ao preço de emissão (quadro VI.19). Esta evolução foi essencialmente determinada pelo aumento da emissão de acções por subscrição pública das Outras Instituições Monetárias (97.3 milhões de contos) e das Outras Empresas não Financeiras no segmento por subscrição privada (112.9 milhões de contos).

Quadro VI.20

POSIÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE ACÇÕES

	1990	1991	1992
Número de sociedades com acções cotadas			
Na Bolsa de Lisboa	181	180	193
Mercado de cotações oficiais	152	142	65
Segundo mercado	-	-	6
Mercado sem cotações	29	27	87
Na Bolsa do Porto	158	186	193
Mercado de cotações oficiais	132	142	65
Segundo mercado	-	-	5
Mercado sem cotações	26	33	88
Sistema de negociação de âmbito nacional	-	11	35
Quantidade de acções cotadas (10^3 unid.)			
Na Bolsa de Lisboa	501486	405013	396700
Mercado de cotações oficiais	476019	374995	259063
Segundo mercado	-	-	6800
Mercado sem cotações	25467	30018	130837
Na Bolsa do Porto	472347	425509	416812
Mercado de cotações oficiais	449712	374995	259063
Segundo mercado	-	-	3990
Mercado sem cotações	22635	50514	153759
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	175405	398864
Valor das acções cotadas (10^3 contos)			
Na Bolsa de Lisboa	1275964	949589	627430
Mercado de cotações oficiais	1214453	899604	459970
Segundo mercado	-	-	14187
Mercado sem cotações	61511	49985	153273
Na Bolsa do Porto	1182403	962134	705112
Mercado de cotações oficiais	1134312	891988	431317
Segundo mercado	-	-	10663
Mercado sem cotações	48091	70146	263132
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	371485	832391

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

O mercado secundário accionista evidenciou um fraco dinamismo, tendo-se registado, à excepção dos meses de Março, Abril e Maio, possivelmente por razões sazonais correspondentes ao pagamento de dividendos, uma desaceleração contínua do índice de cotações

Quadro VI.21

MOVIMENTO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE ACÇÕES

	1990	1991	1992
Quantidade de acções transaccionadas (10^3 unid.)	220711	315612	384887
Em Bolsa	121917	209298	279110
Mercado de cotações oficiais	73670	94941	129003
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	4054	86152
Segundo mercado	-	-	181
Mercado sem cotações	2866	4592	71412
Transacções especiais - Lisboa	62	53811	-
Mercado de listagem - Porto	6346	11942	-
Sessões especiais	38973	44012	78514
Mercado de Balcão	98794	106314	105777
Cotadas	35785	21098	25300
Não transaccionáveis	63009	85216	80477
Valor das acções transaccionadas (10^3 contos)	739883	771598	873806
Em Bolsa	451602	553253	681066
Mercado de cotações oficiais	260183	244093	283332
Em sistema de negociação de âmbito nacional	-	7662	158967
Segundo mercado	-	-	191
Mercado sem cotações	7891	30762	182634
Transacções especiais - Lisboa	176	115999	-
Mercado de listagem - Porto	14306	26253	-
Sessões especiais	169046	136146	214909
Mercado de Balcão	288281	218345	192740
Cotadas	168183	69376	71484
Não transaccionáveis	120098	148969	121256

Fonte: Bolsas de Valores de Lisboa e Porto.

Gráfico VI.48

ÍNDICE DE COTAÇÕES – ACÇÕES

Bolsa de Valores de Lisboa

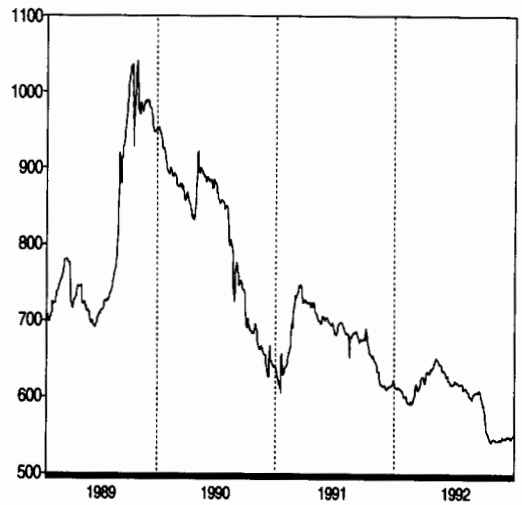
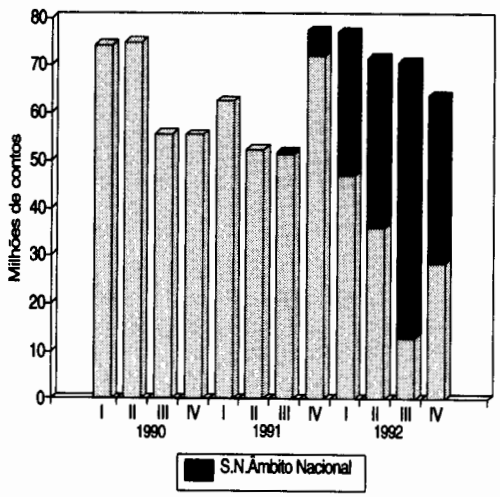


Gráfico VI.49

TRANSACÇÕES EM BOLSA DE ACÇÕES

Mercado de cotações oficiais



da Bolsa de Valores de Lisboa, particularmente acentuada em Setembro (gráfico VI.48). Reflectindo esta situação, a capitalização bolsista das acções cotadas no mercado oficial da Bolsa de Valores de Lisboa registou apenas um crescimento marginal, em termos homólogos, cifrando-se em 1278.7 milhões de contos no final de 1992. O índice *turnover* das transacções de acções na Bolsa de Valores de Lisboa apresentou, de igual forma, em 1992 (12.99) um valor praticamente idêntico ao observado em 1991 (12.94). De salientar, no entanto, que em termos globais se verificou um aumento quer do valor (13.2 por cento), quer do volume (21.9 por cento) transaccionado (quadro VI.21).

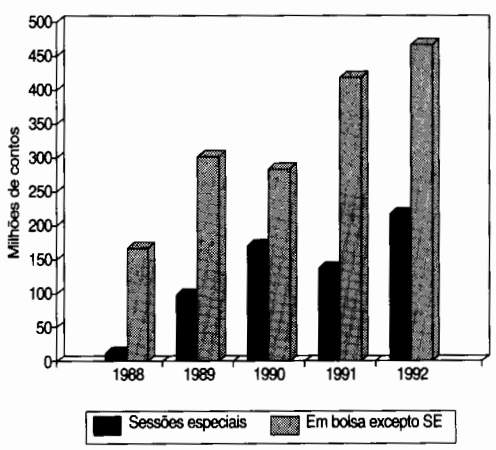
O sistema de negociação de âmbito nacional evidenciou um forte dinamismo, tendo sido responsável por 56.1 por cento do total

movimentado no mercado de cotações oficiais (ver gráfico VI.49). De salientar o comportamento igualmente positivo do mercado sem cotações, onde foram transaccionados 182.6 milhões de contos ao longo do ano de 1992.

A estrutura das transacções manteve-se semelhante à de 1991, representando as operações em bolsa cerca de 78 por cento do total transaccionado. Este facto deveu-se fundamentalmente ao elevado valor movimentado em sessões especiais (214.9 milhões de contos) aproximadamente um terço do total das transacções realizadas em bolsa (gráfico VI.50) –,

Gráfico VI.50

TRANSACÇÕES EM BOLSA DE ACÇÕES

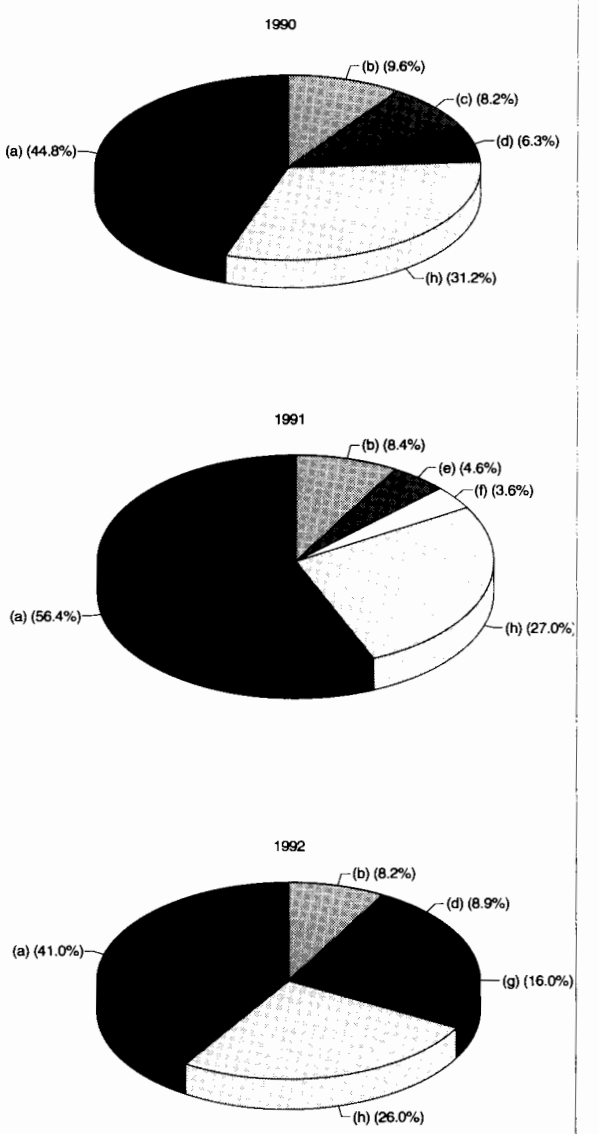


resultante, essencialmente, das operações de Oferta Pública de Venda integradas no processo de privatização parcial, nomeadamente e entre outros, do Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, Companhia de Seguros Mundial Confiança, Banco Fonsecas & Burnay, Companhia de Seguros Império e Crédito Predial Português.

Em termos sectoriais, as acções emitidas pelos Bancos e Outras Instituições Monetárias e Financeiras dominaram, à semelhança do verificado nos últimos anos, a estrutura de transacções da Bolsa de Valores de Lisboa, representando 41 por cento do total movimentado em 1992 (gráfico VI.51). De destacar o elevado

Gráfico VI.51

COMPOSIÇÃO DAS TRANSACÇÕES EM BOLSA DE ACÇÕES



Fonte: Bolsa de Valores de Lisboa.

Notas:

(a) Bancos e Outras Instituições Monetárias e Financeiras.

(b) Fabricação de produtos metálicos e de máquinas, equipamento e material de transporte.

(c) Comunicações.

(d) Operações sobre imóveis e serviços prestados às empresas.

(e) Indústria de alimentação, bebidas e tabaco.

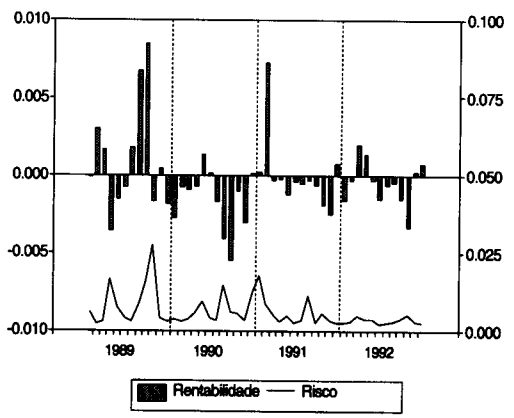
(f) Construção e obras públicas.

(g) Comércio a retalho.

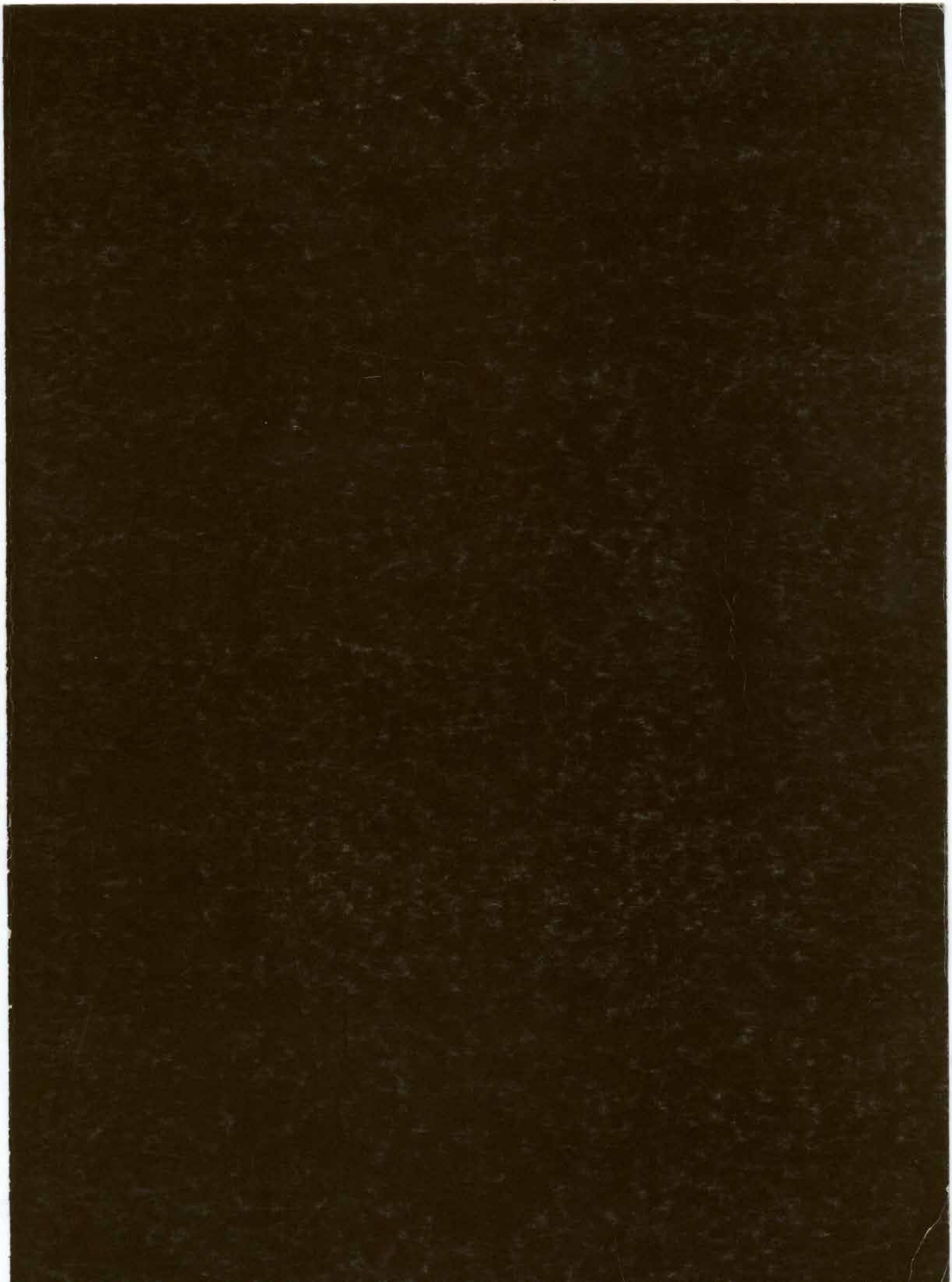
(h) Outros.

Gráfico VI.52

RENTABILIDADE E RISCO NO MERCADO ACCIONISTA



montante de acções transaccionadas correpondentes ao segmento Comércio a Retalho (16 por cento).

Por fim, a análise do gráfico VI.52 permite concluir que em 1992, à semelhança do ocorrido nos últimos dois anos, a rentabilidade média mensal do mercado accionista, medida pelo índice da Bolsa de Valores de Lisboa, foi regra geral negativa, apresentando, no entanto, níveis de risco consecutivamente inferiores.

Montagem, impressão e acabamento
nas oficinas gráficas de Madeira & Madeira, Lda.
Rua 16 de Abril, 6 - Alto do Bexiga - 2000 Santarém
em Junho de 1993