



MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO  
E DA GESTÃO  
DA DÍVIDA PÚBLICA  
EM PORTUGAL

LISBOA — 1991

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS  
SECRETARIA DE ESTADO DO TESOURO

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO  
E DA GESTÃO  
DA DÍVIDA PÚBLICA  
EM PORTUGAL

LISBOA — 1991

## ÍNDICE

	Pág.
1 — Introdução . . . . .	7
2 — A evolução do nível e da estrutura da dívida pública . . . . .	9
2.1 — O rácio da dívida . . . . .	9
2.2 — Os detentores da dívida pública . . . . .	12
2.3 — Os instrumentos da dívida pública . . . . .	14
2.4 — A dívida garantida . . . . .	16
3 — Os factores da dinâmica da dívida pública . . . . .	17
4 — Custos da dívida, senhoriagem e repressão financeira . . . . .	19
Anexo I . . . . .	27
Anexo II . . . . .	28
Notas . . . . .	29

## ÍNDICE DE QUADROS

	Pág.
• Quadro I — Dívida pública . . . . .	10
• Quadro II — Estrutura da dívida pública por tomadores . . . . .	13
• Quadro III — Estrutura da dívida pública por instrumentos . . . . .	15
• Quadro IV — Dinâmica da dívida pública . . . . .	18
• Quadro V — Taxas de juro implícitas na dívida pública . . . . .	20
• Quadro VI — Senhoriagem e repressão financeira . . . . .	24

# **ASPECTOS DA EVOLUÇÃO E DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM PORTUGAL (\*)**

## **1 — Introdução**

O peso da dívida pública na economia tem estado no centro das preocupações de política económica nos países da OCDE desde há vários anos. A popularidade crescente deste indicador a partir da década de oitenta reflecte a mudança de ênfase na abordagem da política fiscal, de uma óptica de instrumento de estabilização de curto prazo para uma óptica de instrumento de estabilidade nominal e crescimento no médio prazo. A generalização da tomada de consciência de que níveis persistentemente elevados de défice público conduzem, mais cedo ou mais tarde, ao recurso ao financiamento monetário dos défices, em virtude, por exemplo, da limitação da capacidade de absorção voluntária de dívida pública pelo sector privado — para a qual contribuíram fortemente artigos na literatura académica como o de Sargeant e Wallace em 1981 [1] — levou ao interesse pela criação de condições para a estabilização, e ulterior redução, do peso da dívida pública em relação ao PIB. As principais organizações internacionais passaram a incluir regularmente nos seus relatórios a avaliação do grau de cumprimento — ou incumprimento — daquelas condições por parte dos diferentes países-membros, e os res-

ponsáveis nacionais incluíram igualmente aquela preocupação no centro das suas abordagens à política orçamental.

No plano europeu, a ênfase no horizonte cronológico de médio prazo e na necessidade de colocar os rácios da dívida pública numa trajectória descendente recebeu um impulso adicional com o avanço na construção da União Económica e Monetária (UEM), a qual, como é sabido, acelerou significativamente a partir de 1989. A Decisão do Conselho de 12 de Março de 1990, relativa à realização de uma convergência progressiva das políticas e dos resultados económicos durante a primeira fase da União Económica e Monetária, instituiu a prática regular da supervisão multilateral das políticas económicas, e estipulou expressamente que nos exercícios de supervisão se «procederá (...) a um exame das políticas orçamentais, centrado, em especial, na extensão e financiamento dos défices orçamentais, bem como na orientação da política orçamental a médio prazo, com o objectivo de reduzir défices excessivos e evitar um financiamento monetário.».

Em Portugal, a ênfase na trajectória de médio prazo das finanças públicas encontrou expressão no PCEDED (Programa de Correção Estrutural do Défice Externo e do Desemprego) cuja revisão foi aprovada em Conselho de Ministros de 6 de Julho de 1989, que incluía explicitamente nos seus objectivos para o período 1990-1992 «a redução gradual do défice do SPAE — Sector Público Administrativo e Empresarial», e a «inversão da tendência persistentemente ascendente do rácio da dívida pública em percentagem do PIB». Em 1990, o QUANTUM (Quadro de Ajustamento Nacional para a Transição para a União Económica e Monetária) recolocou o problema da disciplina das finanças públicas com uma urgência acrescida, na perspectiva da plena participação de Portugal na construção da UEM, e estabeleceu cenários de ajustamento para o défice do Sector Público

Administrativo e para o rácio da dívida pública para o período 1992-1995.

## 2 — A evolução do nível e da estrutura da dívida pública

### 2.1 — *O rácio da dívida*

O rácio da dívida pública portuguesa em relação ao PIB inverteu em 1989 a trajectória ascendente em que se vinha situando desde 1974. Assim, após o pico de 74.8% do PIB em 1988, o peso da dívida pública directa decresceu para 71.7% em 1989 e para 68.5% em 1990 (ver Quadro I); antevê-se uma nova redução em 1991, que pode situar aquele rácio em cerca de 64% do PIB. Note-se, no entanto, que o momento da viragem na trajectória do rácio da dívida é de certa forma obscurecido pelas estatísticas da dívida pública, que estão na base dos valores acima referidos.

Com efeito, foram-se acumulando ao longo da segunda metade da década de setenta e primeira metade da década de oitenta uma série de passivos em entidades do Sector Público Administrativo e Empresarial que constituíam dívida implícita, a qual não surge nas estatísticas da dívida pública directa e só parcialmente encontrou reflexo no *stock* da dívida pública garantida. Aquele fenómeno conduz naturalmente a uma distorção na série da dívida pública directa, beneficiando os anos de acumulação de dívida implícita e prejudicando os anos em que ela foi assumida pelo Estado através das operações de regularização de dívidas. Uma correcção dessa distorção, mediante a imputação das dívidas que foram objecto de operações de regularização aos anos em que elas foram surgindo levaria a situar o ponto de viragem do rácio da dívida pública algures no triénio 1985-1987.

**QUADRO I**  
**DÍVIDA PÚBLICA**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991 (F)
	<b>Milhões de contos</b>						
Dívida Pública Directa . . . . .	2 433.2	3 012.0	3 698.0	4 455.2	5 081.8	5 822.1	6 401.0
Dívida Interna . . . . .	1 709.0	2 221.4	2 918.0	3 571.1	4 212.0	5 147.6	5 879.0
Outros . . . . .	658.6	1 027.3	1 742.7	2 489.2	3 124.9	4 224.3	5 787.0
Banco de Portugal . . . . .	1 050.4	1 194.1	1 175.3	1 081.9	1 087.1	923.3	92.0
Dívida Externa . . . . .	724.2	790.6	780.0	884.1	869.8	674.5	522.0
	<b>Em % do PIB</b>						
Dívida Pública Directa . . . . .	68.8	68.1	71.5	74.2	70.9	68.3	64.2
Dívida Interna . . . . .	48.3	50.3	56.4	59.5	58.8	60.3	59.0
Dívida Externa . . . . .	20.5	17.9	15.1	14.7	12.1	7.9	5.2
	<b>Milhões de contos</b>						
Dívida Garantida . . . . .	388.8	395.7	393.0	444.8	461.6	457.3	
Dívida Interna . . . . .	113.8	125.6	109.9	120.3	123.1	123.5	
Dívida Externa . . . . .	275.0	270.1	283.1	324.5	338.5	333.8	

(Continuação)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991 (F)
	<b>Em % do PIB</b>						
Dívida Garantida . . . . .	11.0	9.0	7.6	7.4	6.4	5.4	
Dívida Interna . . . . .	3.2	2.8	2.1	2.0	1.7	1.4	
Divida Externa . . . . .	7.8	6.1	5.5	5.4	4.7	3.9	
	<b>Milhões de contos</b>						
(-) Títulos na posse do Estado . . . . .	0.7	1.0	0.1	0.9	2.5	2.4	
Dívida Pública Efectiva . . . . .	2 821.3	3 406.7	4 090.9	4 899.1	5 540.9	6 277.0	
(Em percentagem do PIB) . . . . .	79.8	77.1	79.1	81.6	77.3	73.6	

(F) — Previsão.



## 2.2 — *Os detentores da dívida pública*

A evolução da estrutura da dívida pública por detentores revela um decréscimo ininterrupto do peso do Banco de Portugal e do sector não residente ao longo do período 1985-1990, com a correspondente contrapartida no acréscimo do sector residente exterior ao banco central (ver Quadro II).

Este padrão reflecte uma orientação persistente de política da dívida pública, no sentido da redução do financiamento monetário dos défices públicos, até à sua eliminação completa a partir de 1989, e da substituição de dívida externa por dívida interna, no quadro do esforço de articulação da política de gestão da dívida pública com a política monetária.

A redução do peso do banco central e do Resto do Mundo como detentores de dívida pública acentuou-se consideravelmente em 1991 com a efectivação da chamada «Grande Operação» de eliminação de liquidez excedentária acumulada no sistema bancário, efectuada no primeiro trimestre do ano corrente ao abrigo de um protocolo entre o Tesouro, o Banco de Portugal e a banca. Essa liquidez, que se encontrava em grande parte aplicada pelos bancos sob a forma de depósitos a prazo no Banco de Portugal, foi substituída por dívida pública (essencialmente de médio e longo prazos) no activo dos bancos. O produto da dívida pública interna emitida no âmbito dessa grande operação foi utilizado, por um lado, no pagamento antecipado de dívida externa da República e, por outro lado, na anulação de dívida pública antiga da carteira do Banco Central. Após a operação, a dívida pública no activo do Banco de Portugal pouco excede a que é utilizada nas intervenções do banco central nos mercados monetários, no âmbito do controle monetário indirecto (no final de Agosto, o *stock* de títulos de dívida pública portuguesa no activo do Banco de Portugal era de apenas 92 milhões de

**QUADRO II**  
**ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA POR TOMADORES**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	<b>Em percentagem da dívida total</b>					
Dívida Pública Directa .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Instituições Monetárias .....	57.2	54.6	53.8	52.3	47.8	45.1
Banco de Portugal .....	43.2	39.6	31.8	24.3	21.4	15.9
OIM .....	14.0	15.0	22.0	28.0	26.4	29.2
Sectores internos não bancários .....	8.8	19.4	23.2	26.7	34.2	43.3
Não residentes (a) .....	34.0	26.0	23.0	21.0	18.0	11.6

(a) Esta linha subestima a dívida pública portuguesa na carteira de não residentes, na medida em que não inclui os títulos cedidos por residentes: só a partir de 1990 existe informação sobre essa cedência, que ascendeu a 115.6 milhões de contos em 1990 (1.4% do PIB) e 341.3 milhões de contos entre o final de 1990 e o final de Julho de 1991 (3.4% do PIB estimado para 1991).

contos; aquele valor representa menos de 1% do PIB projectado para 1991 e cerca de 1.6% da dívida pública total estimada para o final de 1991).

### 2.3 — *Os instrumentos da dívida pública*

A evolução da estrutura da dívida pública por instrumentos (ver Quadro III) revela, igualmente, algumas das linhas gerais da política de dívida pública seguida nos últimos anos.

Assim, entre 1985 e 1987 observa-se um crescimento rápido do peso dos Bilhetes do Tesouro, instrumento lançado em 1985 e que desempenhou um papel significativo na aplicação de parte da liquidez primária potencial acumulada no sistema bancário em virtude da imposição dos limites à expansão do crédito.

Por outro lado, ao longo de todo o período de 1985 a 1990 foi decrescendo o peso dos chamados empréstimos internos amortizáveis, que correspondem basicamente aos títulos de médio e longo prazos na carteira do Banco de Portugal, o que reflecte portanto a progressiva perda de importância do banco central como detentor de dívida pública. Igualmente patente ao longo de todo aquele período é o aumento de peso dos instrumentos de captação de poupanças familiares — Certificados de Aforro e, a partir de 1987, também obrigações do Tesouro Familiar —, que passaram de apenas 1% do *stock* da dívida pública em 1985 para 12% em 1990.

Para além das tendências comuns ao período 1985-1990, dois desenvolvimentos merecem relevo no biénio 1989-1990, a saber, a concentração progressiva da dívida indexada de médio e longo prazos num tipo homogéneo de títulos — os FIP — e o ressurgimento dos títulos de médio prazo de taxa

**QUADRO III**  
**ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA POR INSTRUMENTOS**  
**(Em percentagem)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Total</b> .....	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Títulos negociáveis .....	85.0	86.4	79.5	77.3	80.3	78.1
• Bilhetes do Tesouro + CLIPS .....	9.6	24.4	27.5	29.0	30.6	29.4
– BT's .....	9.6	24.4	27.5	23.4	20.4	21.1
– CLIPS .....	0.0	0.0	0.0	5.6	10.2	8.3
• Outros .....	75.3	62.0	51.9	48.3	49.7	48.6
– FIP (indexados) .....	10.5	10.4	9.3	8.1	16.2	21.9
– OCA (indexadas) .....	0.7	0.9	0.4	0.3	3.6	6.4
– Empréstimos Internos Amortizáveis .....	64.1	50.1	41.8	35.6	26.6	16.1
– Títulos de taxa fixa (OT + OCA) .....	0.0	0.6	0.4	4.3	3.3	4.2
Títulos não negociáveis .....	1.0	1.9	3.8	6.1	9.6	12.2
• Certificados de Aforro .....	1.0	1.9	3.2	4.6	7.3	9.3
• Tesouro Familiar .....	0.0	0.0	0.6	1.5	2.3	2.9
Outros <sup>(1)</sup> .....	14.0	11.7	16.8	16.5	10.0	9.8

<sup>(1)</sup> Rubrica residual: inclui títulos negociáveis e não negociáveis.

fixa. Quanto ao primeiro destes desenvolvimentos, insere-se na preocupação de desenvolver o mercado secundário de dívida pública, para o que a existência de montantes elevados de títulos homogéneos é um elemento favorável; este ponto será entretanto retomado na última parte destas notas. Por seu lado, o relançamento de obrigações de médio prazo de taxa fixa constitui um elemento importante na diversificação dos instrumentos de aplicação de poupança e, por essa via, de desenvolvimento do mercado de capitais. O seu relativo sucesso nos dois últimos anos, e em particular nos leilões já efectuados em 1991, contrasta com o insucesso que este tipo de instrumento teve em 1986, e sugere a credibilidade acrescida do objectivo anti-inflacionista da política económica na envolvente mais favorável criada pela participação de Portugal na construção da União Económica e Monetária. É bom ter presente que a dívida não indexada se presta ao uso, por parte dos governos, da inflação não antecipada como meio de redução do valor real da dívida pública; é esse, aliás, o meio potencialmente mais importante de operar aquela redução, para além do repúdio formal da dívida, pelo que o sucesso da dívida a taxas fixas sem um prémio de risco excessivo na respectiva taxa de juro depende crucialmente da credibilidade do empenhamento anti-inflacionista do governo.

#### 2.4 — *A dívida garantida*

Um último aspecto da evolução da estrutura da dívida pública em Portugal que merece aqui uma breve referência é a perda progressiva de peso da chamada dívida pública garantida (ver Quadro I). Esta evolução reflecte uma orientação deliberada de política no sentido da redução do recurso ao aval do Estado, orientação cuja aplicação tem beneficiado

dos frutos do saneamento financeiro de diversas entidades do Sector Público Administrativo e Empresarial, através de operações de regularização que envolveram a assunção pelo Estado de elevados passivos. No caso da dívida externa, a redução do número e do montante dos avales do Estado tem sido igualmente facilitada pela redução do prémio de risco associado à economia portuguesa.

### **3 — Os factores da dinâmica da dívida pública**

Como anteriormente se acentuou, o peso da dívida pública na economia reduziu-se significativamente no biénio 1989-1990 (cerca de 6% do PIB). Esta inversão da trajectória que o rácio da dívida vinha apresentando quase ininterruptamente desde 1974 deve-se à criação de excedentes primários significativos, à redução das regularizações de dívidas, e ao contributo, a partir de 1989, das receitas de reprivatização de empresas públicas; em 1990, de resto, o efeito combinado destes dois últimos factores para o andamento do rácio da dívida foi insignificante. Por outro lado, o termo «juros mais crescimento» (constituído pelo produto do *stock* da dívida no período anterior pela diferença entre a taxa de juro real implícita na dívida e a taxa de crescimento real do PIB) manteve um contributo significativo para o decréscimo do rácio da dívida ao longo de todo o período abrangido pelo Quadro IV.

O Quadro IV revela ainda alguns aspectos com impacto na evolução do rácio da dívida, merecedores de um breve comentário. Assim, a partir de 1989 desaparecem as operações activas do Tesouro não orçamentadas, as quais tinham representado entre um e dois por cento do PIB em cada um dos anos do triénio 1986-1988.

**QUADRO IV**  
**DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA**  
**(Em percentagem do PIB)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
(1) — Saldo primário . . . . .	- 3.6	- 1.2	- 0.1	1.0	2.7	2.6
(2) — Saldo primário incluindo activos financeiros . . . . .	- 4.4	- 2.0	- 0.3	0.7	2.2	2.1
(3) — Oper. activas extra orçamentais . . . . .	0.7	1.8	1.5	1.3	—	—
(4) — Saldo primário incluindo act. financeiros e oper. activas extra orçamentais = (2) + (3) . . . . .	- 5.1	- 3.8	- 1.8	- 0.6	2.2	2.1
(5) — Regularizações de dívidas . . . . .	2.9	0.5	6.0	3.9	2.7	1.1
(6) — Receitas das privatizações (líquidas de aumentos de capital) . . . . .	—	—	—	—	0.6	1.2
(7) — $(r - n) * b$ . . . . .	- 5.4	- 4.9	- 1.3	- 2.1	- 4.8	- 3.1
(8) — Utilização das contas correntes no BP . . . . .	- 1.2	1.8	- 1.4	0.6	- 1.5	- 0.6
(9) — = - (4) + (5) - (6) + (7) - (8) . . . . .	3.8	- 2.4	7.9	1.8	- 3.4	- 4.5
(10) — Variação do rácio da dívida (db/dt) . . . . .	3.0	- 3.0	7.8	2.8	- 3.2	- 4.0
(11) — Resíduo = (10) - (9) . . . . .	- 0.8	- 0.6	- 0.1	1.0	0.2	0.5

b = rácio da dívida em percentagem do PIB.

r = taxa de juro implícita real da dívida.

n = taxa de crescimento real do PIB.

**Nota:** A variação do rácio da dívida foi calculada corrigindo o *stock* da dívida tal como ele surge nos mapas 12 e 13 da Conta Geral do Estado. As correcções são: correcção do valor dos BT's (passagem do valor facial para o valor efectivo); registo de algumas variações que estão omissas (ex: emissão e amortização de BT's em 1985).

As operações activas do Tesouro passaram assim a ser integralmente incluídas na rubrica «activos financeiros» das despesas orçamentais, o que constitui uma melhoria significativa na transparência das contas do sector público. Por outro lado, a utilização das contas correntes do Estado no Banco de Portugal, que é potencialmente uma forma de financiamento monetário dos défices públicos, apresenta valores negativos no biénio 1989-1990; note-se que o saldo destas contas resulta da consolidação dos saldos da conta corrente gratuita do Tesouro, da conta da Junta de Crédito Público, e ainda da conta de aplicação de Bilhetes do Tesouro. Finalmente, a última linha do Quadro IV mostra o resíduo entre a variação observada do rácio da dívida pública e a variação simulada pela soma algébrica dos factores da equação de movimento do rácio da dívida identificados no quadro; para além de erros e omissões, aquele resíduo inclui designadamente o efeito das flutuações cambiais sobre o *stock* da dívida pública externa e ainda o fluxo de movimentos de fundos na tesouraria do Estado para além dos que estão identificados nas diferentes linhas do Quadro IV, e que correspondem em grande parte a fundos alheios em trânsito pelo Tesouro.

#### **4 — Custo da dívida, senhoriagem e repressão financeira**

O recurso à tributação implícita assumiu no passado uma importância significativa no financiamento dos défices públicos em Portugal. As estimativas que têm sido divulgadas [2] mostram entretanto o decréscimo rápido daquele tipo de financiamento na segunda metade da década de oitenta, com a redução da taxa de inflação, por um lado, e com a progres-



QUADRO V  
TAXAS DE JURO IMPLÍCITAS NA DÍVIDA PÚBLICA

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	<b>Em % do PIB</b>					
Pagamento de juros .....	7.5	8.2	7.8	7.6	7.0	8.0
Dívida Interna .....	5.6	6.8	6.7	6.5	6.1	7.3
Outros .....	1.9	3.0	3.7	4.5	4.5	6.0
Banco Central .....	3.7	3.8	3.0	2.1	1.5	1.2
Dívida Externa .....	1.9	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7
	<b>Em %</b>					
Taxa de juro impl. nominal .....	12.8	13.5	12.3	11.6	11.1	13.5
Dívida Interna .....	14.4	15.4	13.7	12.6	11.9	14.5
Outros .....	14.9	16.2	14.4	13.5	12.6	15.7
Banco Central .....	14.2	14.9	13.0	10.9	10.1	10.5
Dívida Externa .....	9.9	8.9	7.7	8.5	7.6	7.1

siva eliminação da repressão sobre o sector financeiro, por outro.

No Quadro VI apresenta-se uma actualização do tipo de exercícios que tem sido feito para Portugal, estimando-se de forma muito expedita o peso da tributação implícita no período de 1985 a 1990. A forma de cálculo é descrita em anexo.

Consideraram-se, como habitualmente, duas formas de tributação implícita. A primeira, o imposto de senhoriagem, foi aqui medida com a poupança em juros permitida pela colocação de dívida do Estado no banco central. A segunda, o imposto de repressão financeira, foi medida pela poupança obtida pelo Estado através da utilização de mecanismos de controlo administrativo sobre o sistema financeiro nacional para colocar dívida pública a uma taxa inferior à de mercado.

Os resultados para o período 1984-1990, apresentados no Quadro VI, confirmam a perda acentuada de importância da tributação implícita na segunda metade da década de oitenta, com valores da senhoriagem que representam anualmente cerca de 1% do PIB e do imposto de repressão financeira que apresentou mesmo um valor negativo correspondente a cerca de meio ponto percentual do PIB em 1990. O conjunto da tributação implícita (senhoriagem mais repressão financeira), que em 1985 ainda representava cerca de 5% do PIB, foi praticamente nula em 1990 (0.3% do PIB).

A extensão do caminho percorrido no sentido da eliminação da repressão financeira fica melhor ilustrado quando os desenvolvimentos mais recentes no sentido da liberalização do mercado da dívida pública são contrastados com a situação existente num passado não muito distante.

Nesse sentido, vale a pena começar por recordar aqui dois episódios da política da dívida pública em Portugal.

Em 1979, o Decreto-Lei n.º 463-B/79, de 30 de Novembro, continha três curtos artigos, de que aqui se cita textualmente o primeiro:

«Artigo 1.º As taxas de juro fixadas para os empréstimos internos, no montante de 42 e 45 milhões de contos, constantes do Decreto-Lei n.º 52/78, de 31 de Março, e do Decreto-Lei n.º 443/78, de 30 de Dezembro, são alteradas para uma taxa de juro anual de 7.5%.»

Deste modo se decretava a alteração das taxas de juro de dois empréstimos vivos, em cujas condições de emissão se incluíam as taxas de juro que vigorariam até ao seu vencimento, ao fim dos dez anos da sua maturidade! Nem o facto de se tratarem de empréstimos colocados integralmente no banco central retira originalidade a esta medida... Aliás, quatro anos mais tarde é possível encontrar um episódio em tudo semelhante, mas desta vez atingindo também as instituições financeiras. Com efeito, o Decreto-Lei n.º 382/83, publicado no *Diário da República* de 12 de Outubro de 1983, estabeleceu:

«Artigo 1.º As taxas de juro fixadas para os empréstimos internos amortizáveis, integralmente colocados no Banco de Portugal e instituições financeiras e emitidos a partir de 1979, passam a ser as taxas de juro anuais equivalentes à taxa básica de desconto à data de colocação de cada um desses empréstimos.»

Deste modo, a meio da vida de vários empréstimos, as respectivas taxas de juro, que estavam indexadas à taxa básica de desconto em vigor no início de cada período de contagem de juros, foram transformadas por decreto em taxas fixas e

reconduzidas ao nível em que se encontravam no momento da emissão!

Estes dois exemplos extremos ilustram o tipo de relacionamento tutelar que prevaleceu até meados da década de oitenta entre o Estado e o sector financeiro. Durante esse período a repressão financeira constituiu, a par do recurso à emissão de moeda, uma forma muito significativa de financiamento dos défices públicos, forma que em 1984 ainda representava cerca de 4.2% do PIB (ver Quadro VI), ou seja, quase metade do défice do Sector Público Administrativo desse ano (11.8% do PIB).

Um primeiro passo no processo de eliminação da repressão financeira que merece aqui uma referência, foi a introdução dos Bilhetes do Tesouro em 1985, emitidos por processo de leilão competitivo; a taxa efectiva da colocação desses títulos no mercado primário passou a ser determinada em cada sessão através da selecção das melhores ofertas até ao esgotamento do montante da emissão ou até se atingir a taxa de intervenção fixada (mas não divulgada) pelo Tesouro.

No entanto, o essencial da transformação da política de dívida pública só poderia ser feito em articulação com a substituição do regime da limitação quantitativa à expansão do crédito pelo regime de controlo monetário indirecto. Com efeito, enquanto se mantiveram os limites imperativos à expansão do crédito, e a dívida pública esteve excluída desses limites, a tomada de dívida pública pelos bancos constituiu sempre uma aplicação residual, alternativa a outras aplicações residuais da liquidez primária potencial acumulada no sistema bancário. Mesmo quando essa dívida, ou parte dela, foi colocada através de leilões, como no caso dos Bilhetes do Tesouro (BT), a sua remuneração não foi determinada pela concorrência entre o sector público e o sector privado, mas pelo que o Estado (e o banco central) estiveram em cada momento

**QUADRO VI**  
**SENHORIAGEM E REPRESSÃO FINANCEIRA**

(%)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Taxa de juro da Dívida Pública (líq.) . . . . .	12.9	12.8	13.3	12.2	11.6	11.1	12.7
Taxa de juro da Dívida Pública Interna (líq.) . . . . .	15.2	14.4	15.2	13.6	12.6	12.4	13.6
Taxa de remuneração das reservas obrigatórias . . . . .	0.0	0.0	2.5	0.6	1.0	2.1	7.0
Taxa de remuneração das reservas livres . . . . .	15.2	19.1	12.5	14.7	14.4	15.0	18.3
Taxa de juro das obrigações (líq.) . . . . .	25.4	23.1	15.8	13.6	12.7	13.3	13.3
<b>IS/PIB</b> . . . . .	2.4	1.0	1.1	0.8	0.8	1.1	0.8
<b>IRF/PIB</b> . . . . .	4.2	3.7	0.0	- 0.3	- 0.3	0.2	- 0.5
<b>(IS + IRF)/PIB</b> . . . . .	6.6	4.8	1.2	0.5	0.6	1.3	0.3

IS — Imposto de senhoriagem.

IRF — Imposto de repressão financeira.

dispostos a conceder ao sistema bancário para lhe remunerar a liquidez excedentária.

Em 1989, com a inclusão da nova dívida pública na definição do crédito sujeito a limite, e em 1990, com o abandono dos limites imperativos à expansão do crédito, o Estado passou a concorrer em pé de igualdade com o sector privado na captação de fundos.

Cabe aqui uma breve referência à sujeição a tributação dos juros da dívida pública emitida a partir de Maio de 1989, o que veio permitir uma maior equiparação da dívida pública à privada, e nessa medida uma maior transparência no mercado de capitais.

Os leilões competitivos iniciaram-se em 1989, e mantiveram-se em 1990 e em 1991 como forma de colocação de dívida pública de médio e longo prazos no mercado primário. Em 1990, para salvaguardar a cobertura das suas necessidades de financiamento, o Estado celebrou com um conjunto de instituições bancárias um acordo de tomada firme, contra o pagamento de uma comissão (crescente com o montante de dívida tomada).

Em 1991, um novo passo importante foi dado com a criação da figura dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT), os quais, mediante acordos celebrados com o Estado, se obrigam a assegurar a liquidez da dívida pública, obtendo em contrapartida a possibilidade de tomarem em condições mais favoráveis uma parte da dívida no mercado primário. Note-se que deixou de haver garantia de tomada firme em cada emissão, e desapareceu também a correspondente comissão; no entanto, os OEVT comprometem-se a assegurar uma procura anual mínima no mercado primário.

Os FIP e as Obrigações do Tesouro (OT) de taxa fixa emitidos em 1991 têm já sido colocados nos moldes acordados entre o Estado e os OEVT. Assim, cada série de FIP tem

sido emitida através de um primeiro leilão competitivo, em que são satisfeitas por ordem decrescente as melhores ofertas até se esgotar o montante leiloado, seguido de um segundo leilão não competitivo, no qual os OEVT podem adquirir uma quantidade suplementar de títulos ao preço mínimo efectuado no leilão competitivo. A taxa efectiva anual dos FIP colocados nos leilões efectuados em 1991 tem oscilado entre os 18.75% e os 19.25%.

Como acima se acentuou, a preocupação de criar as melhores condições para o desenvolvimento do mercado secundário da dívida pública tem levado a concentrar a dívida numa modalidade de títulos claramente preponderante — os FIP — e a uniformizar as diferentes séries emitidas, designadamente no que toca aos períodos de contagem de juros, por forma a torná-las fungíveis.

Finalmente, é de referir que se tem acentuado em 1991 a emissão de obrigações do Tesouro a taxa fixa, cujas maturidades já se alongam até 5 anos, e cuja colocação se tem efectuado também através de leilões competitivos, efectuados pelo Banco de Portugal. Trata-se, como já se acentuou nestas notas, de aumentar a variedade dos instrumentos de aplicação de poupança disponíveis e dessa forma contribuir para o aumento da eficiência do mercado de capitais. Os resultados dos leilões até agora efectuados têm revelado uma procura muito significativa deste tipo de títulos, a taxas claramente inferiores às da dívida indexada, sinal de que o objectivo nacional de redução da inflação ganha credibilidade nos mercados.

---

(\*) Texto elaborado no GAFEPP — Gabinete para a Análise do Financiamento do Estado e das Empresas Públicas.

## ANEXO I

A equação que traduz a dinâmica da dívida tal como representada no Quadro IV resulta do seguinte modo:

$$\begin{aligned} db/dt &= iB + D + Z - S - C \\ d(B/Y)/dt &= \frac{Y (dB/dt) - B (dY/dt)}{Y^2} = \\ &= \frac{dB/dt}{Y} - \frac{B}{Y} \cdot \frac{dY/dt}{Y} = \\ &= \frac{iB + D + Z - S - C}{Y} - \frac{B}{Y} \cdot \dot{Y} = \\ &= ib + d + z - s - c - b\dot{Y} = \\ &= (r - n) \cdot b + d + z - s - c \end{aligned}$$

Onde:

$B$  — Stock da dívida pública

$D$  — Défice primário do Estado

$Z$  — Regularizações da dívida

$S$  — Receitas de reprivatizações de empresas públicas (líquidas de aplicações em aumentos de capital)

$C$  — Utilização das contas correntes no Banco de Portugal

$Y$  — PIB nominal

$i$  — Taxa de juro (nominal) implícita na dívida pública

$r$  — Taxa de juro real implícita na dívida pública

$\dot{Y}$  — Taxa de crescimento nominal do PIB

$n$  — Taxa de crescimento real do PIB

$b, d, z, s, c$  — Correspondem às respectivas variáveis em maiúsculas medidas em percentagem do PIB



## ANEXO II

No que se refere à senhoriagem, a forma de cálculo adoptada leva em conta que em Portugal as reservas obrigatórias têm sido (significativamente) remuneradas: essa remuneração, tal como a remuneração das reservas livres, atenua consideravelmente a tributação obtida através da emissão de moeda primária.

Tendo em atenção o que se acaba de referir, adoptou-se a seguinte expressão para o cálculo do imposto de senhoriagem (IS):

$$IS = idp.H - iro.RO - irl.RL.,$$

onde  $H$  é a base monetária,  $idp$  a taxa de juro implícita na dívida pública,  $RO$  as reservas obrigatórias,  $RL$  as reservas livres, e  $iro$  e  $irl$  as respectivas taxas de remuneração.

A expressão acima pode reescrever-se:

$$IS = idp.C + (idp-iro).RO + (idp-irl).RL.,$$

onde  $C$  é a circulação: esta expressão é idêntica à utilizada por Molho [3] para o caso italiano.

Quanto ao imposto de repressão financeira ( $IRF$ ), utilizou-se a seguinte formulação:

$$IRF = (i - idp).B_{-1},$$

onde  $i$  é a taxa de juro de mercado, para o que se utilizou a taxa de juro das obrigações privadas no mercado secundário, calculada pelo Banco de Portugal, corrigida por um prémio de risco.

## NOTAS

- [1] SARGEANT, Thomas J. e WALLACE, Neil. «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic». Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review, Outono de 1981.
- [2] BELEZA, Luis M. e MACEDO, Jorge B., «Implicit Taxes and Credit Ceilings. The Treasury and the Banks in Portugal», Universidade Nova de Lisboa, Working Paper n.º 106, Dezembro de 1988.  
  
MATOS, José Fernando, «A Gestão da Dívida Pública na Década de Oitenta — Tributação Implícita e Integração Financeira», Gabinete de Estudos Económicos do Ministério das Finanças, mimeo, 1990.
- [3] MOLHO, Lazaros, «European Financial Integration and Revenue from Seignorage: The Case of Italy», IMF Working Paper, Maio de 1989.

COMPOSTO, IMPRESSO E BROCHADO  
DEPARTAMENTO DE DOCUMENTAÇÃO E ARTES GRÁFICAS  
DIRECÇÃO-GERAL DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
MINISTÉRIO DAS FINANÇAS  
RUA ALMEIDA BRANDÃO, 13-A — 1200 LISBOA  
DEPÓSITO LEGAL 49 065/91  
ISBN 972-9244-15-4  
2000 EXEMPLARES -- SETEMBRO/91

• DOCUMENTOS DO MINISTÉRIO DAS FINANÇAS •

ISBN: 972-9244-15-4