

INFLAÇÃO — EVOLUÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS

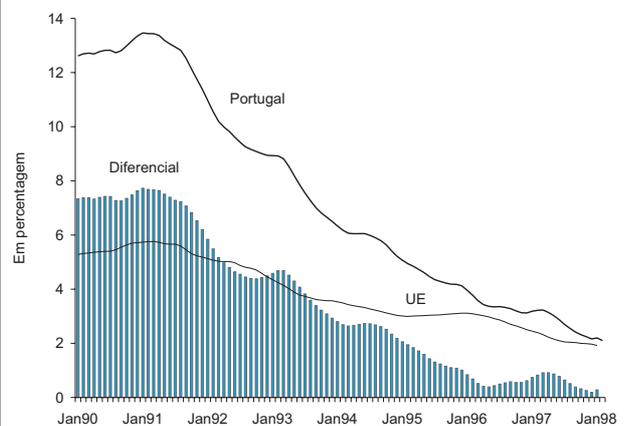
1. INTRODUÇÃO

Em 1997, a inflação em Portugal atingiu níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Em cumprimento do estabelecido na sua Lei Orgânica, o Banco de Portugal assegurará a manutenção da estabilidade de preços. A partir de 1999, este objectivo será garantido no âmbito da participação na política monetária única.

O processo gradual e sustentado de desinflação, que se vinha registando desde o final de 1990 (gráfico 1), foi caracterizado por uma desaceleração paralela dos preços dos bens transaccionáveis e dos preços dos bens não transaccionáveis. A evolução dos preços internacionais, a estabilidade cambial do escudo e a desaceleração dos salários nominais foram elementos decisivos para este processo e constituem factores importantes para a sua sustentabilidade e credibilidade. Os progressos em matéria de consolidação orçamental foram também fundamentais para a credibilização do processo. A evolução das taxas de juro de longo-prazo em escudos, com o quase desaparecimento do correspondente diferencial face às taxas do marco alemão, confirmam o reforço da credibilidade da estabilidade nominal.

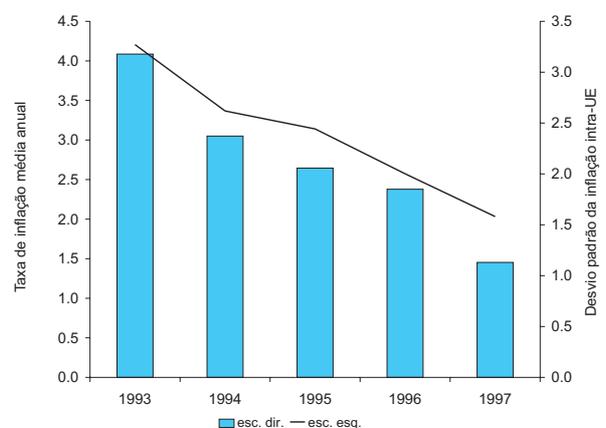
A desinflação em Portugal inseriu-se num contexto de redução da inflação média e da dispersão das taxas de inflação na União Europeia (gráfico 2). A estabilidade de preços verifica-se actualmente na generalidade dos Estados-membros. A manutenção da estabilidade de preços é o objectivo prioritário do Banco Central Europeu que, a partir de Janeiro de 1999, assumirá a responsabilidade pela definição da política monetária na área do euro.

Gráfico 1
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR EM PORTUGAL E NA UE
Taxas de variação média



Fonte: INE e Datastream.

Gráfico 2
CONVERGÊNCIA DA INFLAÇÃO NA UE 15



Fonte: Datastream e Banco de Portugal.

2. EVOLUÇÃO RECENTE DA INFLAÇÃO

Em 1997, a inflação, medida pela variação média anual do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH), situou-se em 1.9 por cento, registando uma diminuição de 1 ponto percentual face ao valor verificado em 1996. A evolução registada revelou-se mais favorável do que o cenário adiantado no Boletim Económico de Março de 1997. O Banco de Portugal havia então anunciado como referência relevante para a condução da política monetária, uma taxa de inflação, medida pela variação média do IPCH, não superior a 2.25 por cento em 1997, e uma taxa de inflação não superior a 2 por cento em 1998.

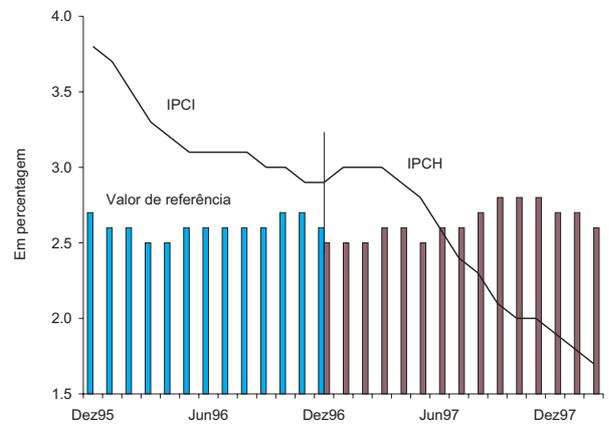
A nível europeu verificou-se, em 1997, uma redução da inflação média e da dispersão das taxas de inflação dos diferentes Estados-Membros. O comportamento dos preços nos países UE foi, de um modo geral, mais favorável do que o previsto. A inflação média na UE, medida pelo IPCH, situou-se em 1.7 por cento (2.4 por cento em 1996), tendo todos os Estados-Membros, com exceção da Grécia, apresentado taxas de inflação não superiores a 2.0 por cento. Uma vez que a desaceleração dos preços em Portugal foi mais acentuada do que a verificada, em média, na UE, teve lugar uma nova redução do diferencial de inflação face à média europeia (de 0.5 p.p. em 1996, para 0.2 p.p. em 1997).

O reforço da convergência das taxas de inflação na UE resultou, simultaneamente, de uma redução das taxas de inflação nos países em que estas eram mais elevadas e de um ligeiro aumento das taxas de inflação nos países que vinham apresentando valores mais baixos. Neste contexto, o valor de referência para efeitos de aplicação do critério de convergência relativo à estabilidade de preços⁽¹⁾ aumentou de 2.5 por cento em Dezembro de 1996, para 2.7 por cento em Dezembro de 1997.

A taxa de variação média do IPCH em Portugal situa-se abaixo do valor de referência desde Julho de 1997 (gráfico 3). O diferencial entre este valor

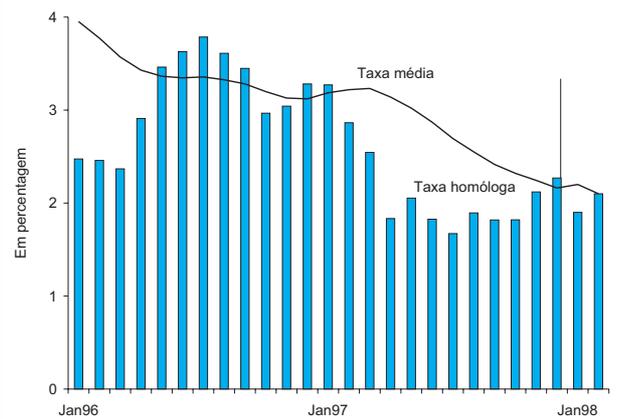
(1) O valor de referência é calculado como a média aritmética simples das três taxas de inflação média mais baixas na UE, acrescentada de 1.5 pontos percentuais. Veja-se Artigo 109j(1) do Tratado da União Europeia e Protocolo N.º 6, anexo ao mesmo Tratado.

Gráfico 3
ÍNDICES DE PREÇOS NO CONSUMIDOR
INTERCALARES E HARMONIZADOS
Taxas de variação média e valor de referência



Fonte: Eurostat.

Gráfico 4
ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR



Fonte: INE.

de referência e a taxa de inflação em Portugal acentuou-se ao longo da segunda metade do ano, atingindo, em Dezembro, 0.8 pontos percentuais.

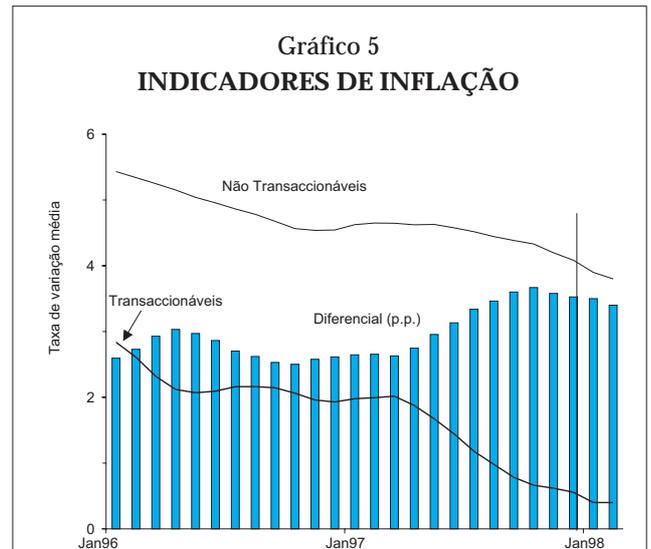
O comportamento favorável dos preços em Portugal é confirmado pela evolução de outras medidas de inflação. A taxa de variação média do IPC situou-se, em 1997, em 2.2 por cento, o que corresponde a uma diminuição de 0.9 pontos percentuais face ao valor verificado em 1996. Por sua vez, a taxa de variação homóloga do IPC, em Dezembro de 1997, foi de 2.3 por cento, face a 3.3 por cento em Dezembro de 1996 (gráfico 4).

O facto da inflação ter registado, em 1997, uma evolução mais favorável do que contemplado no cenário avançado pelo Banco de Portugal em Março, é reflexo de uma desaceleração dos preços no sector dos bens transaccionáveis mais significativa do que previsto, em particular na primeira metade do ano. A taxa de variação média dos preços dos bens transaccionáveis situou-se em 0.6 por cento (face a 1.9 por cento em 1996). A taxa de variação homóloga reduziu-se de 1.8 por cento em Dezembro de 1996, para 1.1 por cento em Dezembro de 1997, após um mínimo de -0.2 por cento em Julho. O comportamento da taxa homóloga ao longo do ano espelha a acentuada irregularidade evidenciada pelos preços deste tipo de bens.

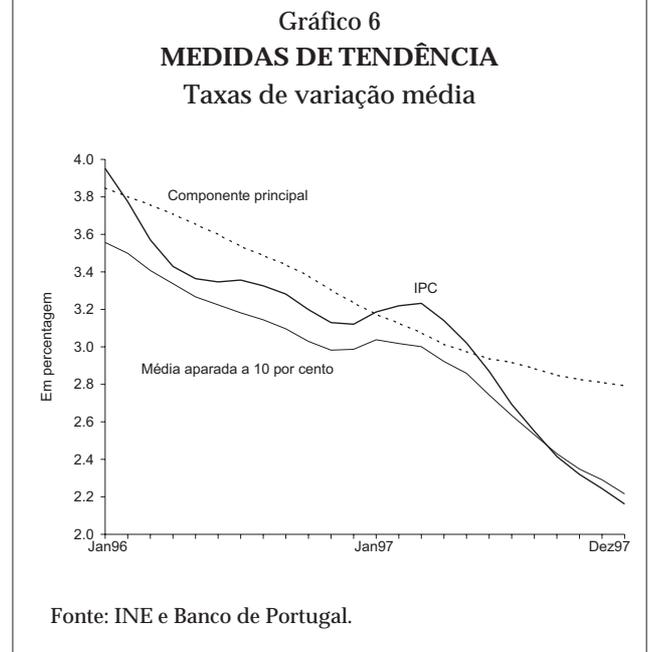
A evolução dos preços dos bens transaccionáveis reflecte, em larga medida, o comportamento favorável dos preços dos bens alimentares. Com efeito, os preços dos bens transaccionáveis alimentares registaram uma variação negativa de 0.6 por cento em 1997, face a um crescimento de 1.9 por cento em 1996. Este comportamento dos preços dos bens alimentares não se verificou apenas em Portugal, tendo igualmente tido um impacto favorável sobre a evolução da inflação em outros países, como por exemplo, em Espanha e na Itália.

O comportamento dos preços dos bens não transaccionáveis confirma, por sua vez, o cenário traçado em Março pelo Banco de Portugal. A variação média dos preços dos bens não transaccionáveis foi, em 1997, de 4.1 por cento (face a 4.5 por cento em 1996). A evolução da taxa de inflação média é influenciada pelo crescimento significativo dos preços deste tipo de bens no final de 1996, não espelhando de uma forma clara a tendência de desaceleração destes preços ao longo de 1997. Esta tendência de desaceleração pode observar-se pelo comportamento da taxa de variação homóloga, que diminuiu 1.4 pontos percentuais, de 5.0 por cento em Dezembro de 1996, para 3.6 por cento em Dezembro de 1997.

Assim, enquanto o diferencial entre o crescimento médio dos preços dos bens não transaccionáveis e dos preços dos bens transaccionáveis aumentou de 2.6 pontos percentuais em 1996, para 3.5 pontos percentuais em 1997, o diferencial em termos homólogos estreitou-se de 3.2 por cento em Dezembro de 1996, para 2.5 por cento em Dezembro de 1997 (gráfico 5).



Fonte: INE e Banco de Portugal.

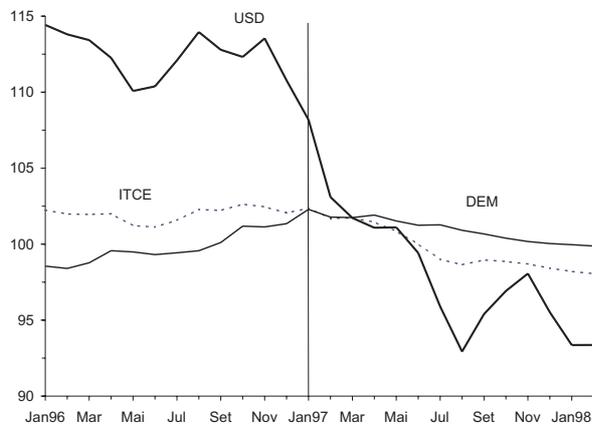


Fonte: INE e Banco de Portugal.

As medidas de tendência⁽²⁾ confirmam igualmente a desaceleração dos preços. Considerando variações médias anuais, a “média aparada a 10 por cento” caiu de 3.0 por cento em 1996, para 2.2 por cento em 1997. No mesmo período, a “componente principal” desacelerou de 3.2 para 2.8 por cento (gráfico 6). Estes indicadores permitem iden-

(2) Sobre a metodologia de cálculo das medidas de tendência habitualmente utilizadas pelo Banco de Portugal, veja-se Coimbra, C. e Neves, P.D. (1997), “Indicadores de Tendência de Inflação”, *Boletim Económico* do Banco de Portugal, Volume 3, Número 1, Março de 1997.

Gráfico 7
EVOLUÇÃO DO ESCUDO
Agosto 1993 = 100



Fonte: Banco de Portugal.

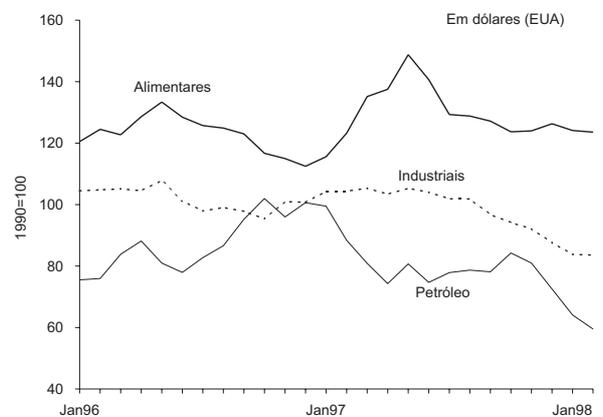
tificar uma tendência para o comportamento da inflação, na medida em que eliminam os factores de natureza pontual na evolução dos preços.

O comportamento dos preços em 1997 é explicado pela evolução dos determinantes habituais da inflação, destacando-se, neste contexto, a estabilidade da taxa de câmbio do escudo, a evolução dos preços internacionais, a desaceleração dos salários nominais e a manutenção do produto abaixo da sua trajectória de referência.

O escudo evidenciou, em 1997, uma grande estabilidade no quadro do mecanismo cambial e registou, à semelhança das outras moedas participantes, uma depreciação em termos efectivos, associada com a forte apreciação do dólar e da libra esterlina (gráfico 7). Considerando médias anuais, o escudo apreciou, em 1997, 1.4 por cento face ao marco e depreciou 13.7 por cento face ao dólar e 19.2 por cento face à libra esterlina. Em termos nominais efectivos, a depreciação média do escudo foi de 1.9 por cento.

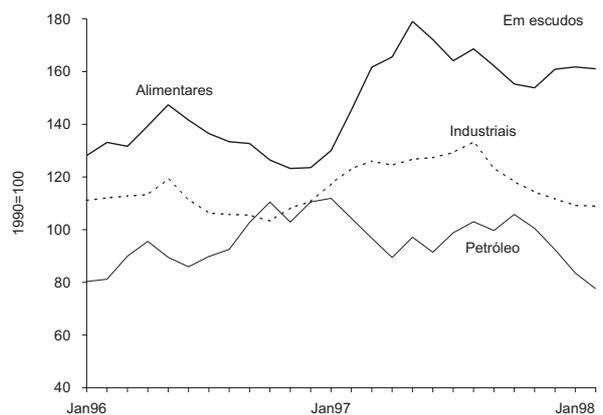
Os preços internacionais, expressos em dólares, registaram uma evolução particularmente favorável em 1997, contribuindo, deste modo, para moderar os efeitos sobre os preços nos países europeus decorrentes da significativa apreciação do dólar (gráfico 8). Os preços das matérias-primas industriais, expressos em dólares, que, em média, haviam apresentado uma queda de 11.0 por cento em 1996, voltaram a registar uma variação negativa em 1997 (-1.5 por cento). Por sua vez, o preço

Gráfico 8A
ÍNDICES DE PREÇOS INTERNACIONAIS
DE MATÉRIAS-PRIMAS



Fonte: *The Economist* e *Financial Times*.

Gráfico 8B
ÍNDICES DE PREÇOS INTERNACIONAIS DE
MATÉRIAS-PRIMAS



Fonte: *The Economist* e *Financial Times*.

do petróleo apresentou uma queda de 7.1 por cento em 1997, após um aumento de 21.1 por cento em 1996.

No período Janeiro-Novembro de 1997, os preços de importação expressos em escudos mantiveram-se virtualmente estáveis: a taxa de variação homóloga foi, neste período, de 0.1 por cento, após uma diminuição de 0.2 por cento em 1996. Esta evolução reflecte uma diminuição dos preços de importação nas categorias de bens de consumo (-0.5 por cento), de bens de equipamento (-0.7 por cento) e de bens intermédios (-0.2 por cento), bem como um aumento dos preços dos combustíveis

(6.6 por cento). Por sua vez, e no mesmo período, os preços de exportação expressos em escudos registaram um acréscimo, em termos homólogos, de 0.5 por cento, após uma diminuição de 3.8 por cento em 1996. Este comportamento reflecte a diminuição dos preços de exportação na categoria de bens de equipamento (-3.7 por cento) e o aumento dos preços de exportação nas categorias de bens de consumo (0.3 por cento), bens intermédios (2.5 por cento) e combustíveis (11.2 por cento). A evolução cambial do escudo e o comportamento dos preços internacionais continuaram, assim, a proporcionar condições favoráveis ao processo de desinflação.

A aceleração da actividade económica, em 1997, excedeu a previsão implícita no cenário divulgado pelo Banco de Portugal no Boletim Económico de Setembro. O produto terá crescido 4.0 por cento em termos reais, depois de 3.6 por cento em 1996⁽³⁾. Esta evolução foi marcada por um crescimento significativo da procura interna, que terá atingido 5.1 por cento. Com um crescimento em volume estimado em 12.8 por cento (face a 6.4 por cento em 1996), o investimento revelou-se a componente mais dinâmica da procura. O consumo privado registou igualmente um crescimento elevado, aumentando 3.0 por cento, face a 2.8 por cento em 1996. A expansão da procura interna e a sua composição traduziram-se num crescimento acentuado das importações (10.3 por cento em 1997, face a 7.8 por cento em 1996) e, conseqüentemente, numa deterioração importante do saldo da Balança de Bens e Serviços. A evolução favorável dos preços das importações em 1998 terá, neste contexto, contribuído para evitar o surgimento de pressões sobre os preços internos.

Reflectindo o dinamismo da actividade económica, verificou-se uma redução da taxa média de desemprego, de 7.3 por cento em 1996, para 6.7 por cento em 1997. No último trimestre de 1997, a taxa de desemprego situava-se já em 6.5 por cento. Não obstante o crescimento económico signifi-

(3) Repare-se que a estimativa de crescimento do PIB para 1996 foi, igualmente, objecto de revisão significativa de 3.3 por cento no Boletim Económico de Setembro de 1997, para 3.6 por cento no actual Boletim Económico. Veja-se o artigo "A Economia Portuguesa" publicado na presente edição do Boletim Económico.



vo e a redução da taxa de desemprego, o produto situou-se ainda abaixo da sua trajetória de referência e a taxa de desemprego continuou a exceder a taxa natural estimada⁽⁴⁾.

As remunerações por trabalhador no sector empresarial⁽⁵⁾ terão, de acordo com estimativas do Banco de Portugal, desacelerado de 5.1 por cento em 1996, para 4.7 por cento em 1997 (gráfico 10). Para o conjunto da economia, estima-se que a taxa de crescimento das remunerações nominais por trabalhador se tenha reduzido de 6.5 por cento em 1996, para 5.6 por cento em 1997. Reflectindo um crescimento económico superior ao previsto, a desaceleração dos salários nominais foi menos acentuada do que contemplado no cenário divulgado no Boletim Económico de Setembro. Esta evolução, aliada a um crescimento da produtividade inferior ao verificado em 1996, traduziu-se numa aceleração dos custos unitários de trabalho no sector empresarial, de 2.0 por cento em 1996, para 2.5 por cento em 1997.

(4) Veja-se o artigo "A Economia Portuguesa" publicado na presente edição do Boletim Económico.

(5) O sector empresarial corresponde ao total da economia, excluindo os trabalhadores da Administração Pública.

A partir de Janeiro de 1998, os valores do IPC e IPCH divulgados pelo Instituto Nacional de Estatística passaram a ter como base um novo cabaz, construído com pesos obtidos a partir do Inquérito aos Orçamentos Familiares de 1994/95. Não é fácil obter uma estimativa do impacto da alteração dos índices sobre o nível medido da inflação. De entre as modificações realizadas destaca-se, a diminuição do peso dos bens alimentares e o aumento do peso dos serviços não alimentares. Foram igualmente introduzidas alterações metodológicas e de cobertura. Em particular, passam a ser considerados os saldos e promoções, o que conduzirá a que o novo índice apresente um padrão de sazonalidade diferente e mais acentuado. Finalmente, refira-se que o IPC divulgado mensalmente passa a incluir rendas de habitação e a ter um âmbito geográfico mais alargado, com a inclusão das Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira.

De acordo com os valores do novo índice, a taxa de variação homóloga do IPC, foi de 1.9 por cento em Janeiro de 1998, aumentando para 2.1 por cento em Fevereiro. A taxa de variação média situou-se em 2.2 por cento em Janeiro, caindo para 2.1 por cento em Fevereiro.

A variação média do IPCH foi de 1.8 por cento em Janeiro de 1998 e de 1.7 por cento em Fevereiro. A taxa de variação homóloga evidenciou igualmente uma redução, de 1.6 por cento em Janeiro, para 1.3 por cento em Fevereiro. Refira-se que a descida da inflação nos primeiros meses de 1998 estará a ser sobre-estimada na medida em que os valores do índice passaram a incluir saldos e promoções, o que não acontecia nos meses correspondentes de 1997. Na UE, a inflação média, situou-se, no mês de Fevereiro, em 1.6 por cento (1.7 por cento em Janeiro).

3. PERSPECTIVAS PARA 1998

O imperativo para 1998 é o da manutenção da estabilidade de preços. No início de Maio de 1998, serão anunciados os países que, a partir de 1 de Janeiro de 1999, integrarão a área do euro. A 25 de Março de 1998, a Comissão Europeia apresentou a sua Recomendação no âmbito do Artigo 109º-J(2) do Tratado da União Europeia. De acordo com o proposto nesta Recomendação, onze Estados-membros participarão na área do euro a partir de

1 de Janeiro de 1999. Estes Estados-membros são a Bélgica, a Alemanha, a Espanha, a França, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos, a Austria, Portugal e a Finlândia.

No início de Maio, serão igualmente divulgadas as taxas de câmbio bilaterais entre as moedas dos países participantes na União Monetária que serão utilizadas para determinar as taxas de conversão em euro. A existência de uma condição terminal sobre a evolução das taxas de câmbio, conjugada com a trajectória esperada para a evolução das taxas de juro, limitará de forma considerável a volatilidade cambial em torno dos valores anunciados para as taxas bilaterais. Será, assim, reforçado o já elevado grau de estabilidade que tem caracterizado o funcionamento do mecanismo cambial.

A evolução dos preços em Portugal estará, neste contexto, fortemente condicionada pela envolvente externa, não só pelo comportamento dos preços internacionais mas também pela evolução conjunta das moedas europeias face ao dólar. Factores nacionais específicos, com destaque para a evolução salarial e orçamental, serão igualmente muito relevantes como factores credibilizadores da estabilidade de preços.

Os efeitos mecânicos associados à evolução dos preços dos bens alimentares na primeira metade de 1997 tenderão a traduzir-se num aumento do crescimento destes preços, o que, por sua vez, poderá conduzir a um aumento da inflação no sector dos bens transaccionáveis. A desaceleração dos preços dos bens não transaccionáveis reveste-se, assim, de particular importância para a manutenção da estabilidade de preços. A continuação da desaceleração dos salários nominais é uma condição indispensável para um menor crescimento dos preços no sector não transaccionável.

3.1 Preços internacionais

As previsões dos organismos internacionais relativas a 1998, apontam para a manutenção de níveis de inflação compatíveis com a estabilidade de preços na generalidade dos países da UE. Não obstante as previsões de fortalecimento da procura interna nas principais economias europeias, o produto, nestes países, deverá continuar a situar-se abaixo da respectiva trajectória de referência e as

taxas de desemprego manterão níveis elevados, o que contribuirá para atenuar pressões sobre os salários. Adicionalmente, as pressões sobre os preços potencialmente resultantes da depreciação das moedas europeias face ao dólar, em 1997, tenderão a ser compensadas pelo impacto da crise asiática e pelo comportamento favorável que vem sendo evidenciado pelos preços das matérias primas (expressos em dólares). A desaceleração dos preços no produtor e nos preços de importação nas principais economias europeias, verificada desde o Verão de 1997, é consistente com este cenário.

A crise financeira que, na segunda metade de 1997, atingiu as economias do sudeste asiático conduziu a uma depreciação acentuada das moedas dos países afectados, a uma queda significativa dos preços dos activos nesses países e a uma deterioração considerável das suas perspectivas de crescimento. A depreciação das moedas asiáticas e a deterioração das perspectivas de crescimento na região tenderá a traduzir-se numa redução das importações destes países e numa pressão para a diminuição dos preços nos mercados internacionais. A crise asiática, conduziu, assim a uma revisão em baixa das perspectivas de crescimento e de inflação a nível mundial.

Nos primeiros meses de 1998, acentuou-se a diminuição dos preços, em dólares, das matérias primas industriais e do petróleo. Em Fevereiro, os preços das matérias primas industriais apresentaram uma variação negativa, em termos homólogos, da ordem de 20 por cento. Em média anual, estes preços registaram uma queda próxima de 5 por cento. Por sua vez, o preço do petróleo registou, em Fevereiro, uma variação homóloga de -32.7 por cento. A queda, em termos de média anual, situou-se em 16.2 por cento. As perspectivas de evolução dos preços das matérias primas industriais e do petróleo, reflectidas nas cotações dos contratos de futuros, não apontam para uma correcção significativa até ao final do ano.

A queda dos preços internacionais expressos em dólares, conjugada com a interrupção da tendência de depreciação das moedas europeias face ao dólar, contribuirá para uma evolução favorável dos preços de importação e de produção nos países da UE. Esta evolução permitirá, por sua vez, moderar as pressões sobre os preços no consumidor decorrentes da aceleração prevista da procura

interna nestes países. Nestas condições, e num contexto de estabilidade do escudo face às moedas dos países participantes no mecanismo cambial, prevê-se que o comportamento dos preços na UE continue a condicionar favoravelmente a evolução dos preços em Portugal.

3.2 Actividade económica e salários

A aceleração da actividade económica tende a exercer pressões sobre os preços, nomeadamente na sequência do surgimento de pressões sobre os salários. A pressão sobre os preços tende a surgir quando a utilização da capacidade produtiva é muito elevada, de tal modo que o produto exceda o produto potencial e a taxa de desemprego seja inferior à taxa natural.

O Banco de Portugal prevê, para 1998, uma taxa de crescimento real do produto no intervalo 4.0 a 4.5 por cento. Dada a estimativa de crescimento real de 4.0 por cento em 1997, a previsão central implícita neste intervalo aponta, assim, para uma nova aceleração da actividade económica no corrente ano. A confirmar-se esta evolução, o produto aproximar-se-á do seu nível tendencial. No entanto, apesar da manutenção de um elevado ritmo de crescimento da economia em 1998, o desfazamento entre a evolução da actividade económica e a evolução do desemprego sugere que a taxa de desemprego se situará ainda acima da taxa natural estimada. Esta evolução da taxa de desemprego deverá ser, em contexto de estabilidade de preços, compatível com a continuação da desaceleração dos salários nominais.

É fundamental que o comportamento dos agentes económicos e, em particular, os agentes envolvidos em processos de negociação salarial, se ajuste a um ambiente de câmbios virtualmente fixos e de estabilidade de preços. Um crescimento dos salários reais significativamente superior ao crescimento da produtividade não será sustentável. Uma tal evolução conduziria a um aumento dos custos unitários de trabalho, relativos, e a perdas de competitividade, conduzindo a uma redução dos níveis de emprego e a um aumento da taxa de desemprego.

No início do ano, o aumento do salário mínimo nacional foi fixado em 3.9 por cento para a generalidade das actividades e em 5.1 por cento para o serviço doméstico. Estes valores são semelhantes

aos aumentos de, respectivamente, 3.8 e 5.1 por cento verificados em 1997 e correspondem a um crescimento significativo em termos reais. O aumento das remunerações médias implícitas na Regulamentação Colectiva de Trabalho situou-se, no primeiro trimestre de 1998, em 3.1 por cento, face a 3.6 por cento no primeiro trimestre de 1997⁽⁶⁾. Por sua vez, a tabela salarial da função pública foi ajustada em 2.75 por cento.

O possível surgimento de pressões salariais no actual quadro de expansão da actividade económica constitui ainda um cenário de risco para o comportamento da inflação, sobretudo na medida em que a continuação da desaceleração dos preços dos bens não transaccionáveis se afigura da maior importância para a estabilidade de preços.

A ausência de um acordo em sede de Concertação Social e os indícios de conflitualidade laboral no início do ano são elementos que apontam para a relevância deste cenário de risco para a estabilidade nominal e, fundamentalmente, para a queda sustentada da taxa de desemprego.

O crescimento acentuado da procura interna cria condições favoráveis ao reforço do processo de consolidação orçamental. Uma evolução neste sentido, conduzindo, à semelhança do que vem acontecendo nos últimos anos, a resultados mais favoráveis do que o previsto no Orçamento, seria um factor relevante para a manutenção de condições adequadas à estabilidade nominal, constituindo, simultaneamente, um passo importante no sentido de assegurar os objectivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

(6) Total, excluindo SPA. Refira-se que o número de trabalhadores abrangidos era, no primeiro trimestre de 1997, de 900 100, sendo de 490 943 no primeiro trimestre de 1998.

4. CONCLUSÃO

A inflação em Portugal atingiu, em 1997, níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Esta evolução teve lugar num contexto de crescimento económico acentuado, de criação de emprego, de crescimento moderado dos salários nominais, de um reforço do processo de consolidação orçamental e de uma aproximação das taxas de juro portuguesas aos níveis mais baixos prevalecentes na UE.

A continuação da desaceleração dos salários nominais é uma condição necessária à sustentabilidade da estabilidade de preços. Num contexto em que as condições monetárias em Portugal são crescentemente determinadas pela participação na área do euro a partir de 1 de Janeiro de 1999, e em que se verifica um crescimento económico superior ao inicialmente previsto, um reforço do processo de consolidação orçamental daria igualmente um contributo relevante para a credibilidade da estabilização nominal. Neste contexto, o aprofundamento de reformas estruturais que contribuam para reforçar a flexibilidade do ajustamento nos mercados de bens e de factores produtivos terá, igualmente, um papel importante desempenhar.

A partir de 1999, a manutenção da estabilidade de preços será assegurada no âmbito da participação de Portugal na União Monetária. As taxas de inflação na generalidade dos Estados-Membros da UE situam-se actualmente em níveis compatíveis com a estabilidade de preços e caracterizam-se por uma convergência acentuada. Estão, deste modo, criadas condições favoráveis para que o Sistema Europeu de Bancos Centrais possa, a partir de 1 de Janeiro de 1999, cumprir o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços na área do euro.

Redigido com informação disponível até 6 de Abril de 1998.

A ECONOMIA PORTUGUESA

Evolução em 1997 e perspectivas para 1998

1. INTRODUÇÃO

Em 1997, a evolução da economia portuguesa foi, como expresso no Relatório de Convergência do Banco de Portugal, consistente com o preenchimento das condições necessárias para a adopção da moeda única. De acordo com a recomendação da Comissão, ao abrigo do artigo 109J (2) do Tratado da União Europeia, Portugal integra o grupo de onze países que constituirão a área do euro, a partir de 1 de Janeiro de 1999. A participação de Portugal na área do euro tem vindo a ser antevista com crescente verosimilhança pelos mercados financeiros e tem-se traduzido numa redução pronunciada das taxas de juro, em particular para as maturidades mais longas.

Esta evolução das taxas de juro e perspectivas favoráveis sobre a evolução futura da actividade económica traduziram-se num forte crescimento da procura interna. A redução das taxas de juro nominais, possibilitada pela redução da taxa de inflação e pela credibilidade do processo de convergência, diminui a importância de restrições de liquidez para as famílias, tornando mais fácil o financiamento de decisões de consumo e de investimento através de recurso ao crédito. A redução das taxas de juro nominais contribui para uma redução do custo de utilização do capital e também para uma menor incidência de restrições de liquidez nas empresas, favorecendo um crescimento mais forte do investimento. Finalmente, a redução das taxas de juro conduz a uma redução dos encargos com juros da dívida pública, deixando mais espaço para crescimento da despesa primária, de forma compatível com a redução do défice.

Em 1997, registou-se uma aceleração da actividade económica. De acordo com estimativas do Banco de Portugal, o PIB registou um crescimento de 4.0

por cento (quadro 1), excedendo o limite superior do intervalo de previsão apresentado no último *Boletim Económico* de Setembro, que era de 3.25 a 3.75 por cento. Este crescimento situou-se acima do verificado em 1996 que, também de acordo com estimativas do Banco de Portugal, se situou em 3.6 por cento. Desta forma, a presente avaliação que o Banco de Portugal faz da evolução da actividade económica aponta para um crescimento mais forte do que o anteriormente previsto e claramente superior à taxa de crescimento do produto potencial.

O aumento da taxa de crescimento da economia portuguesa tem sido determinado pela forte aceleração da procura interna, que registou um crescimento de 5.1 por cento em 1997 (3.4 por cento em 1996). Refira-se, em particular, o comportamento da Formação Bruta de Capital Fixo que, em 1997, registou um crescimento de 12.9 por cento (7.7 por cento em 1996), apresentando um crescimento muito forte em todas as suas componentes, tanto por tipo de bens como por sectores institucionais. Pelo contrário, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB foi negativo em 1997 (-1.4 por cento), após um contributo aproximadamente nulo em 1996.

A aceleração da actividade económica, em Portugal, ocorreu num contexto de reforço da expansão na generalidade das economias da União Europeia, verificado a partir da segunda metade de 1996. Como resultado, verificou-se uma aceleração significativa da procura externa dirigida às exportações portuguesas. Na linha do que se tem vindo a verificar desde a adesão de Portugal à União Europeia, os exportadores portugueses continuaram, em 1997, a registar ganhos de quota de mercado, em termos reais.

Quadro 1

PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS

Estimativas para 1997 e previsões para 1998

Taxas de variação em percentagem

| | 1996 | 1997 | 1998 |
|---------------------------|------|------|---------------|
| Consumo privado . . . | 2.8 | 3.0 | 3.0-3.75 |
| Investimento | 6.4 | 12.8 | 7.5-9.5 |
| Procura interna | 3.4 | 5.1 | 4.0-5.0 |
| Exportações | 9.6 | 8.2 | 9.0-11.0 |
| Importações | 7.8 | 10.3 | 8.0-10.0 |
| PIB | 3.6 | 4.0 | 4.0-4.5 |
| BTC(% do PIB) | -1.4 | -1.8 | [-1.75;-1.25] |

A economia portuguesa voltou a apresentar um crescimento real claramente superior ao verificado para a média da União Europeia (UE) que, de acordo com as previsões da Comissão Europeia de Março de 1998, se situou em 1.8 e 2.7 por cento em 1996 e 1997, respectivamente (quadro 2). O dinamismo da actividade económica em Portugal é próximo do de um conjunto de pequenas economias da UE — Países Baixos, Dinamarca, Finlândia e Luxemburgo — que registaram crescimentos próximos ou superiores a 3.0 por cento nos últimos dois anos.

2. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

No ano de 1997, verificou-se o fortalecimento da actividade no conjunto dos países da União Europeia e a manutenção de um forte crescimento na economia norte-americana. O maior crescimento económico foi acompanhado por uma redução da inflação na generalidade dos países industrializados. A segunda metade de 1997 ficou marcada pela crise asiática que gerou alguma instabilidade nos mercados financeiros mundiais. No conjunto do ano, o dólar norte-americano voltou a apreciar face ao marco e ao iene, em linha com a divergência entre as posições cíclicas destas economias.

O crescimento económico na **União Europeia** (UE) aumentou de 1.8 por cento em 1996 para 2.7 por cento em 1997, reforçando-se, assim, a recuperação da actividade económica, iniciada a partir de meados de 1996. A inflação voltou a diminuir em 1997, de 2.4 por cento para 1.7 por cento, tendo-se reduzido a dispersão entre as taxas de inflação dos diversos países. Num contexto de reforço da convergência entre as várias economias e de enfraquecimento do marco face ao dólar norte-americano, a situação nos mercados cambiais europeus caracterizou-se por uma relativa estabilidade, tendo-se registado uma redução da volatilidade da generalidade das divisas face ao marco. Os progressos em matéria de inflação e consolidação orçamental, assim como o clima de optimismo quanto à concretização da União Económica e Monetária, contribuíram para uma maior convergência das taxas de juro de longo prazo na UE. Neste ano, registou-se uma diminuição do diferencial face às taxas de rendibilidade alemãs em todos os Estados-membros, com destaque para a Itália, Espanha e Reino Unido, para além de Portugal. Ao longo de 1997, assistiu-se, igualmente, a uma aproximação das taxas de juro oficiais dos países participantes no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu.

A aceleração da actividade na UE, ao longo de 1997, beneficiou da queda registada nas taxas de juro nos últimos anos e da manutenção de um clima de estabilidade cambial na Europa, num contexto de redução sustentada da inflação e reforço da convergência entre os vários países. O maior crescimento da actividade na UE foi extensivo à quase totalidade dos Estados-membros, acompanhando a melhoria generalizada da confiança dos agentes económicos europeus (o indicador de clima económico melhorou em todos os países em 1997). A aceleração da actividade económica, para o conjunto da União Europeia, resultou sobretudo de um maior contributo da procura interna para o crescimento do produto (gráfico 1).

No entanto, o ritmo de crescimento continuou a apresentar-se algo diferenciado entre países. Assim, as economias que, ao longo de 1996, tinham crescido acima da média da UE, continuaram a apresentar um crescimento mais elevado este ano. É o caso do Reino Unido e da Espanha, mas igualmente o de algumas das pequenas economias da

UE, como os Países Baixos, a Finlândia e a Dinamarca. Nestes países, o crescimento económico tem vindo a ser impulsionado não só pelo comportamento das exportações, mas igualmente pela aceleração da procura interna. Em contraste, a Alemanha e a França continuaram a apresentar taxas de crescimento inferiores, próximas das da média da UE, sendo de realçar o contributo da procura externa para o crescimento do PIB, apesar de, em França, o contributo da procura interna se ter reforçado ao longo de 1997 (gráfico 1). Refira-se, finalmente, que a Irlanda continuou a apresentar um crescimento do produto claramente acima do verificado nos restantes países da UE (10.0 por cento em 1997).

O crescimento da actividade económica nos EUA aumentou de 2.8 por cento para 3.8 por cento, sendo de realçar o acentuado dinamismo da procura interna. A utilização de recursos na economia norte-americana manteve-se a níveis muito elevados, verificando-se aumentos na taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora e um crescimento de 2.2 por cento do emprego, reflectido numa descida acentuada da taxa de desemprego ao longo do ano.

O maior crescimento da actividade económica foi acompanhado por uma redução da inflação ao longo de 1997. A evolução cambial do dólar e a evolução favorável da generalidade dos preços internacionais contribuíram de uma forma decisiva para a redução da inflação. Os custos de trabalho por unidade produzida, no sector não agrícola, registaram uma ligeira aceleração em relação ao ano anterior (de 1.9 para 2.1 por cento), reflectindo a manutenção de elevados ganhos de produtividade (1.7 por cento em 1997 e 1.9 por cento em 1996).

Após o elevado crescimento registado em 1996, a actividade económica no **Japão** desacelerou de forma significativa, de 3.9 para 1.0 por cento em 1997. A evolução da actividade económica japonesa ao longo do ano foi marcada pelo acentuar dos problemas do sector financeiro.

A crise nos mercados financeiros asiáticos revelou-se uma importante condicionante do enquadramento macroeconómico internacional, tendo conduzido a perspectivas mais baixas quer para o crescimento económico quer, sobretudo, para a inflação. Para o conjunto da UE, as previsões de Março de 1998 da Comissão Europeia apontam

Quadro 2

**CRESCIMENTO ECONÓMICO — PROJECCÕES
DA COMISSÃO EUROPEIA**

PIB

Taxas de variação real, em percentagem

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-------------------------|------|------|------|------|
| UE | 1.8 | 2.7 | 2.8 | 3.0 |
| UE - 11 | 1.6 | 2.5 | 3.0 | 3.2 |
| Alemanha | 1.4 | 2.2 | 2.6 | 2.9 |
| França | 1.5 | 2.4 | 3.0 | 3.1 |
| Itália | 0.7 | 1.5 | 2.4 | 3.0 |
| Espanha | 2.3 | 3.4 | 3.6 | 3.7 |
| Reino Unido | 2.3 | 3.5 | 1.9 | 2.2 |
| Portugal | 3.6 | 3.7 | 4.0 | 3.8 |
| Bélgica | 1.5 | 2.7 | 2.8 | 3.0 |
| Dinamarca | 2.7 | 2.9 | 2.7 | 2.8 |
| Grécia | 2.6 | 3.5 | 3.8 | 4.0 |
| Irlanda | 8.6 | 10.0 | 8.7 | 8.8 |
| Luxemburgo | 3.0 | 4.1 | 4.4 | 4.7 |
| Países Baixos | 3.3 | 3.3 | 3.7 | 3.2 |
| Áustria | 1.6 | 2.5 | 2.8 | 3.1 |
| Finlândia | 3.6 | 5.9 | 4.6 | 3.6 |
| Suécia | 1.3 | 1.8 | 2.6 | 2.8 |
| EUA | 2.8 | 3.8 | 2.5 | 2.1 |
| Japão | 3.9 | 1.0 | 0.4 | 1.5 |

Nota:

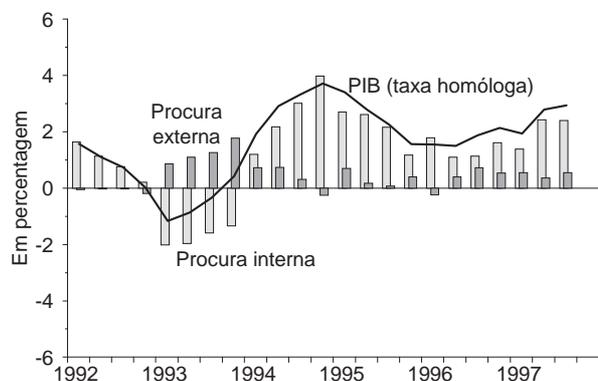
UE - 11 inclui os países que integrarão a área do euro a 1 de Janeiro de 1999 (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal e Finlândia).

para um crescimento inferior em 0.2 p.p. e para uma inflação inferior em 0.3 p.p., relativamente ao previsto em Outubro de 1997 (gráfico 2).

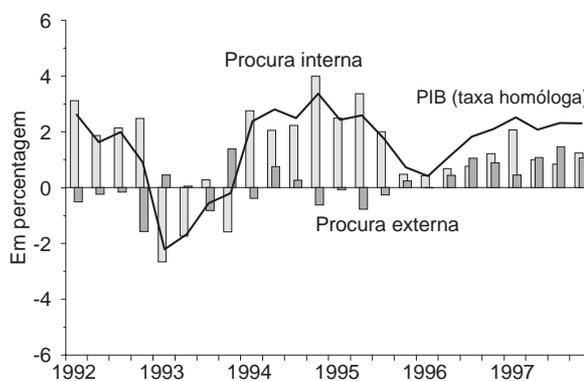
De acordo com as previsões de Março da Comissão Europeia, a actividade económica na UE em **1998** deverá apresentar um crescimento ligeiramente superior ao verificado no ano anterior (2.8 por cento face a 2.7 por cento), apesar do enquadramento internacional menos favorável na sequência da crise asiática (quadro 2). O contributo da procura interna para o crescimento dever-se-á reforçar este ano, marcando o fim de um período em que as condições externas foram o principal motor de crescimento. Os níveis mais reduzidos de taxas de juro e a manutenção de um clima de confiança na Europa contribuirão para a aceleração da procura interna em 1998. A inflação deverá continuar a diminuir em 1998, reflectindo, em par-

Gráficos 1
CRESCIMENTO ECONÓMICO NA UNIÃO EUROPEIA
 Contribuições para o crescimento do PIB

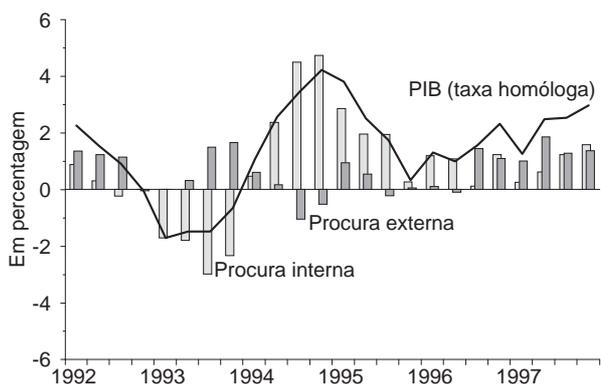
União Europeia



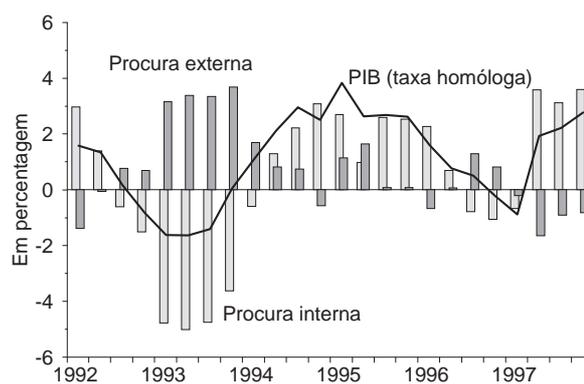
Alemanha



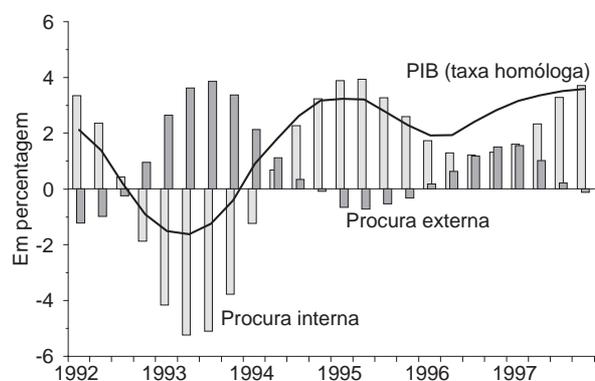
França



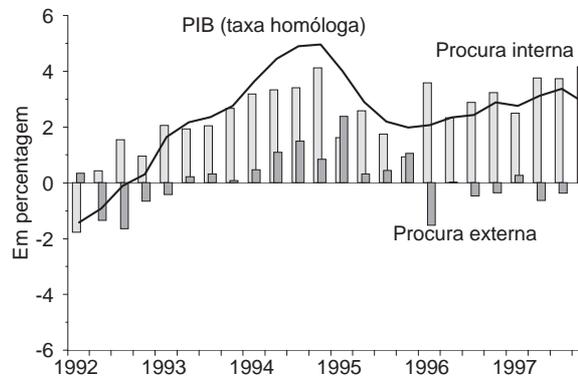
Itália



Espanha

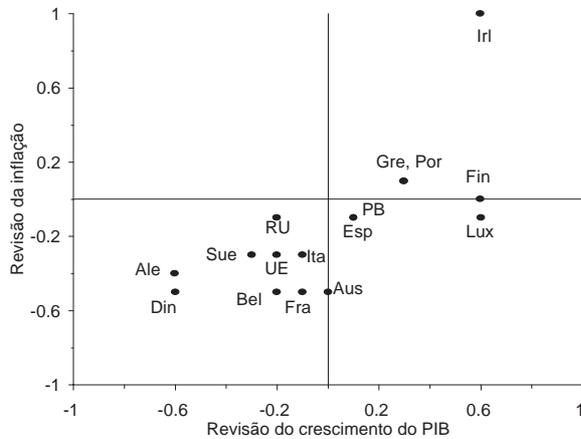


Reino Unido



Fonte: Datastream.

Gráfico 2
**REVISÃO DAS PREVISÕES DA
 COMISSÃO EUROPEIA PARA O PIB E
 PARA A INFLAÇÃO NA UE EM 1998^(a)**
 Em pontos percentuais



Fonte: Comissão Europeia.

Nota:

(a) Diferença entre os valores previstos em Outubro de 1997 e Março de 1998 para o crescimento do PIB e do IPC.

te, a queda dos preços das matérias-primas e os moderados aumentos salariais previstos. Na Alemanha, a aceleração da actividade económica deverá prosseguir em 1998, se bem que o crescimento deva vir a revelar-se inferior ao anteriormente previsto, reflexo não só do menor contributo da procura externa líquida, mas também da recessão do sector da construção e da fraqueza do consumo privado. Em França, o fortalecimento da procura interna evidenciado ao longo de 1997 deverá continuar este ano, contribuindo de forma significativa para o crescimento económico de 3.0 por cento previsto para 1998. No Reino Unido, espera-se uma significativa desaceleração da actividade económica, sendo de realçar o menor dinamismo previsto para a procura interna, reflectindo, em parte, o ajustamento nas condições monetárias.

Nos EUA, após a aceleração da actividade económica registada em 1997, prevê-se uma redução do crescimento da economia para um ritmo mais sustentável. As previsões apontam para uma correcção do processo de acumulação de existências e para um contributo mais negativo da procura externa para o crescimento, reflectindo a apreciação do dólar e o aumento das importações líquidas com origem nas economias asiáticas.

No Japão, as previsões apontam para uma quase estagnação da actividade económica em 1998, após um crescimento de 1.0 por cento em 1997. As exportações deverão registar um menor crescimento, reflectindo quer a desaceleração prevista para as restantes economias asiáticas, quer a maior concorrência nos mercados internacionais resultante dos ganhos de competitividade registados por estes países. Um comportamento mais fraco da procura interna do que o anteriormente previsto, reflectindo, em parte, o agravamento dos problemas do sistema financeiro japonês, terá igualmente um impacto adverso sobre a evolução da economia japonesa em 1998.

3. EVOLUÇÃO DA ECONOMIA PORTUGUESA EM 1997

Em 1997, a economia portuguesa registou um crescimento, em termos reais, de 4.0 por cento, o que corresponde a um crescimento superior em 0.4 p.p. ao verificado em 1996. O padrão de crescimento da economia portuguesa tem sido caracterizado, desde o segundo semestre de 1996, por um crescimento muito forte da procura interna, em particular no que se refere à evolução da Formação Bruta de Capital Fixo, e por um contributo negativo da procura externa líquida para o crescimento do PIB.

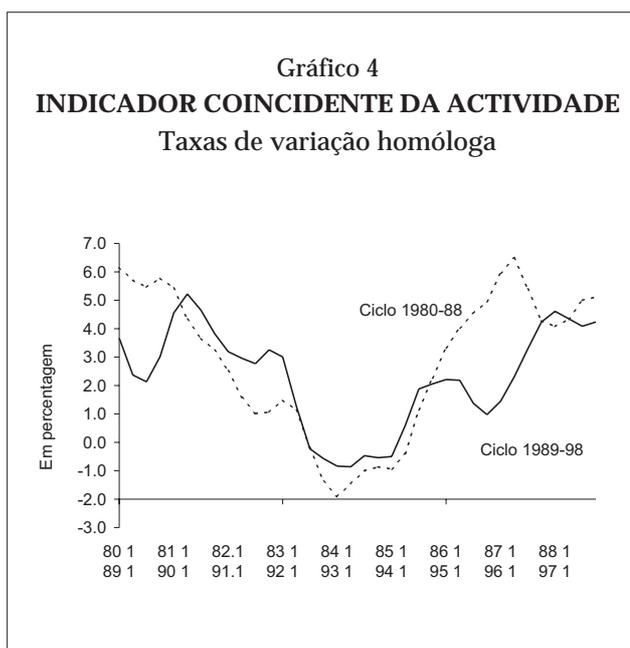
Desta forma, o crescimento da economia portuguesa, no ano de 1997, situou-se acima do limite superior do intervalo de previsão apresentado no *Boletim Económico* de Setembro, que era de 3.25 a 3.75 por cento. A revisão em relação ao cenário macroeconómico então projectado reflecte, sobretudo, um aumento do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, em cerca de +0.5 p.p., traduzindo um crescimento mais forte do que o então projectado de todas as componentes da procura interna: Formação Bruta de Capital Fixo, Consumo Público (em cerca de 1.5 e 1.0 p.p., respectivamente) e Consumo Privado (0.3 p.p.). No que se refere à procura externa líquida, apesar de as exportações de mercadorias terem registado um crescimento superior ao da previsão de Setembro, a composição e o crescimento muito forte da procura interna conduziram igualmente a um maior crescimento das importações. Desta forma, o contributo da procura externa líquida (-1.4 por cento)



para o crescimento do produto manteve-se praticamente igual ao previsto em Setembro.

No segundo semestre de 1997, a procura interna registou um crescimento claramente inferior ao verificado no primeiro semestre. Esta evolução reflectiu a diminuição na taxa de variação homóloga da FBCF em construção no segundo semestre, quando comparada com o primeiro semestre. Esta diminuição no crescimento foi compatível, no entanto, com a manutenção de um elevado nível de actividade no sector e com um forte crescimento anual. A previsão do comportamento intra-anual da procura interna foi um elemento central no cenário macroeconómico apresentado pelo Banco de Portugal no *Boletim Económico* de Setembro de 1997, tendo-se, portanto, confirmado.

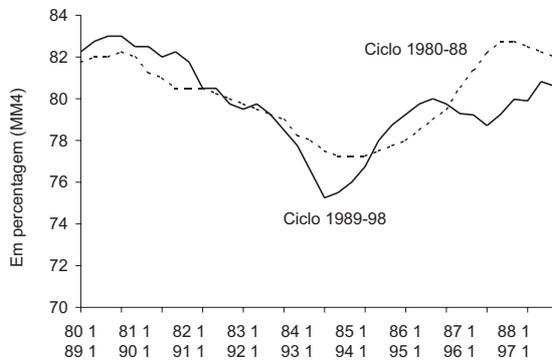
Em 1997, não se verificou, contudo, um padrão marcado de evolução intra-anual da actividade económica global, o que é ilustrado pela evolução do indicador coincidente da actividade (gráfico 3). Existiu, no entanto, uma redução considerável do contributo da procura interna para o crescimento do PIB, do primeiro para o segundo semestre, que foi compensada por um acréscimo no contributo da procura externa líquida. O crescimento do PIB, na parte final de 1997, situou-se acima do apresentado no *Boletim Económico* de Setembro, reflectindo um comportamento mais forte do que o previsto das exportações e de algumas componentes da procura interna, nomeadamente de outras componentes da FBCF.



O perfil do presente ciclo económico em Portugal não tem diferido, no essencial, do observado na generalidade das pequenas economias abertas da União Europeia. Assim, numa fase inicial, as exportações determinaram a recuperação da actividade económica. De seguida, a gradual melhoria das perspectivas quanto à procura dirigida às empresas, assim como a redução continuada das taxas de juro, conduziu a um crescimento muito forte da Formação Bruta de Capital Fixo do sector privado, o que, em Portugal, foi acompanhado por um contributo muito considerável do programa de desenvolvimento de infraestruturas públicas. A recuperação do consumo privado foi mais lenta. No entanto, apesar de ter continuado a apresentar um crescimento inferior ao do PIB, o consumo privado cresceu, nos últimos dois anos, a um ritmo claramente acima do verificado quer para a média da União Europeia quer para a generalidade dos Estados-membros.

A evolução da economia portuguesa, no actual ciclo económico, tem sido semelhante à evolução registada no ciclo anterior. Este ponto é ilustrado pela evolução do indicador coincidente da actividade (gráfico 4), em que se comparam os dois últimos ciclos económicos. Sublinhe-se, contudo, que a recuperação da economia portuguesa não terá sido tão acentuada no actual ciclo económico, dado o efeito do abrandamento da economia europeia, a partir de meados de 1995. No entanto, o fortalecimento da actividade na UE ao longo de

Gráfico 5
TAXA DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE
PRODUTIVA NA INDÚSTRIA
TRANSFORMADORA



Fonte: "Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

1997 transmitiu-se à economia portuguesa, conduzindo a um ritmo de crescimento comparável ao do anterior ciclo económico. O crescimento forte da FBCF, tanto em 1996 como em 1997, tem correspondência no ocorrido no ciclo anterior, exemplificando a maior volatilidade desta componente em relação à volatilidade do produto⁽¹⁾.

A utilização dos factores produtivos tem vindo também a aumentar, na linha do que se verificou no anterior ciclo económico. Este comportamento é exemplificado pela evolução da taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora (gráfico 5). Na linha do que se verificou no passado, a recuperação da economia portuguesa transmitiu-se com algum desfasamento ao mercado de trabalho. A taxa de desemprego, que se tem vindo a reduzir desde o segundo trimestre de 1996, situou-se, em termos de média anual, em 6.7 por cento em 1997 (7.3 por cento em 1996). Este valor encontra-se acima da taxa natural de desemprego estimada⁽²⁾. O emprego total aumentou em 1996 e 1997, enquanto que o emprego por conta de

(1) Para uma análise dos factos estilizados dos ciclos económicos em Portugal ver "Análise da evolução cíclica da economia portuguesa no período de 1953 a 1993", de Mónica Dias, publicado no *Boletim Económico* do Banco de Portugal, de Setembro de 1997.

outrem, com um desfasamento naturalmente maior, apenas recuperou ao longo de 1997.

Refira-se, finalmente, que o Banco de Portugal procedeu a uma revisão da estimativa para o crescimento da economia portuguesa em 1996, situando-se agora em 3.6 por cento (que compara com a estimativa de 3.3 por cento publicada no Relatório Anual de 1996)⁽³⁾. A presente avaliação do Banco de Portugal sobre a evolução da actividade económica em Portugal aponta, desta forma, para um crescimento consideravelmente mais forte do que o divulgado no *Boletim Económico* de Setembro, o que tem como resultado natural o estreitamento mais rápido do hiato do produto.

3.1 DESPESA

3.1.1 Procura interna

Em 1997, a procura interna registou um crescimento de 5.1 por cento, em termos reais, o que constitui uma aceleração significativa em relação ao verificado no ano anterior (3.4 por cento). Todas as componentes da procura interna apresentaram crescimentos superiores aos de 1996, sendo de assinalar a forte aceleração da FBCF.

O **consumo privado** dos residentes cresceu, em termos reais, 3.0 por cento em 1997, após um aumento de 2.8 por cento no ano anterior. O crescimento estimado pelo Banco de Portugal para 1997 situou-se no limite superior do intervalo de previsão apresentado no *Boletim Económico* de Setembro, que era de [2.5-3.0] por cento. A taxa de crescimento do consumo privado nos dois últimos anos situou-se claramente acima do verificado para a generalidade das economias da União Eu-

(2) Para estimativas recentes da taxa natural de desemprego veja-se, por exemplo, Gaspar e Luz (1997), "Desemprego e salários em Portugal", *Boletim Económico* de Dezembro do Banco de Portugal, Marques e Botas (1997), "Estimation of the NAIRU for the Portuguese economy", WP 6-97 do Banco de Portugal, e Modesto (1997), "Measuring job mismatch and structural unemployment in Portugal: an empirical study using panel data", Documento de Trabalho nº 1 da DGEP do Ministério das Finanças.

(3) Esta revisão reflecte, por um lado, um maior crescimento do consumo público, de acordo com a revisão dos dados reportados à Comissão Europeia no âmbito do procedimento relativo aos défices excessivos, e, por outro, uma revisão para cima do contributo da procura externa líquida para o crescimento do PIB (em cerca de 0.1 e 0.2 p.p., respectivamente).

ropeia (2.0 por cento para a média da UE, tanto em 1996 como em 1997).

Existe um conjunto amplo de factores explicativos do crescimento relativamente forte do consumo privado, tanto em 1996 como em 1997. O rendimento disponível dos particulares, excluindo transferências externas, apresentou uma taxa de crescimento real de 3.0 por cento, reforçando os ganhos dos dois últimos anos (2.1 e 2.6 por cento, em 1995 e 1996, respectivamente). A evolução do rendimento disponível reflecte, numa parte significativa, um crescimento mais acentuado dos salários reais e ganhos mais rápidos em termos de criação de emprego em Portugal do que na generalidade das economias da União Europeia. Refira-se, em particular, que pela primeira vez desde a recessão de 1993 se registou um aumento do emprego por conta de outrem, em 1.4 por cento. As remunerações do trabalho, para o conjunto da economia, registaram um crescimento de 7.0 por cento, 0.9 p.p. acima do verificado em 1996.

O aumento dos salários reais, o crescimento do emprego por conta de outrem e a melhoria das perspectivas de evolução do mercado de trabalho, tanto no que se refere à criação de emprego como à evolução dos salários, terão conduzido a um aumento da confiança dos consumidores, que terá suportado um crescimento do consumo privado de 3 por cento.

A redução sustentada da inflação e a acentuada descida das taxas de juro nominais, em particular nos últimos dois anos, contribuíram também para o crescimento do consumo privado. A descida das taxas de juro nominais traduziu-se numa diminuição das restrições de liquidez das famílias, reflectindo o facto de que, nas situações mais comuns de endividamento das famílias, o serviço da dívida não pode exceder uma determinada proporção do rendimento familiar. A descida das taxas de juro terá tido um papel particularmente importante no crescimento do consumo privado nos últimos dois anos, o que constitui aliás um elemento diferenciador em relação ao observado na generalidade das economias da UE, com excepção das economias que registaram descidas comparáveis das taxas de juro. Entre Dezembro de 1995 e Dezembro de 1997, a taxa de juro para operações de 181 dias a um ano do crédito a particulares e a taxa de depósitos a prazo registaram reduções de 7.4 e 4.0 p.p.,

respectivamente. Em resultado, verificou-se um crescimento forte do financiamento de despesas em consumo através do recurso ao crédito. Com efeito, o crédito bancário a particulares para outros fins que não habitação cresceu 29.6 por cento em 1997 (22.8 por cento em 1996).

Diversos indicadores permitem ilustrar o comportamento do consumo privado em 1997. De acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Comércio, os saldos de respostas extremas referentes ao volume de vendas e à apreciação da actividade, tanto no comércio a retalho como no comércio por grosso de bens de consumo, foram em 1997 superiores aos valores correspondentes de 1996. Também a apreciação relativamente à procura interna de bens de consumo se situou, em 1997, acima do nível registado no ano anterior, de acordo com o Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora.

A aquisição de bens duradouros terá registado particular dinamismo. As importações de electrodomésticos aumentaram 9.7 por cento, em termos reais, no período Janeiro-Novembro. A aquisição de veículos automóveis continuou a crescer acima do total do consumo privado, embora tendo desacelerado face a 1996, dado o ritmo de crescimento muito intenso verificado nesse ano. O número de livretes emitidos pela Direcção-Geral de Viação aumentou, em 1997, 7.3 por cento (17.4 por cento em 1996). Registe-se, finalmente, que, relativamente ao ano anterior, se verificou uma melhoria da qualidade média dos veículos adquiridos.

A taxa de crescimento do consumo de serviços foi, em 1997, superior à taxa de crescimento do consumo. Esta evolução reflecte, em particular, o crescimento significativo das despesas em hotéis e restaurantes e também das despesas em serviços de telecomunicações, em linha com a generalização de novos produtos nesta área.

De acordo com estimativas do Banco de Portugal, a FBCF registou um crescimento em termos reais de 12.9 por cento, o que constitui uma aceleração muito significativa em relação ao observado em 1996 (crescimento de 7.7 por cento). Diversos factores contribuíram para este comportamento do investimento. Refira-se, em particular, a melhoria das perspectivas dos empresários no que se refere à evolução da procura interna e da procura externa, o aumento das taxas de utilização da capacidade

de produtiva na indústria transformadora, o contexto internacional favorável no que se refere aos preços da generalidade dos equipamentos industriais, a manutenção de um nível elevado de investimento público e a redução das taxas de juro. No que se refere a este último factor, para além de constituir uma redução do custo de utilização de capital, terá contribuído para uma redução dos encargos financeiros, conduzindo a uma melhoria da situação financeira das empresas e a um menor peso das restrições de liquidez.

O investimento em construção registou uma marcada aceleração, crescendo 12.0 por cento em 1997 (6.5 por cento em 1996). O dinamismo da actividade na construção é evidenciado por diversos indicadores quantitativos e qualitativos. As vendas de cimento aumentaram 11.9 por cento no conjunto do ano (6.6 por cento em 1996), enquanto que as vendas de aço cresceram 13.6 por cento (12.5 no ano de 1996). A apreciação da actividade e perspectivas de emprego na construção, de acordo com o Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas, situaram-se em níveis extremamente elevados (gráfico 6).

O forte crescimento do investimento em construção resultou quer do contributo do investimento público, reflectindo a concretização de projectos de desenvolvimento de infra-estruturas, quer do contributo do investimento das famílias em habitação, induzido pela redução continuada das taxas de juro. O investimento público registou um crescimento de 12.9 por cento em 1997, em termos nominais (11.9 por cento em 1996). O crédito bancário a particulares para aquisição de habitação registou acréscimos muito elevados nos dois últimos anos (26.4 por cento em 1996 e 26.3 por cento em 1997). A redução das taxas de juro terá permitido um aumento do valor médio dos empréstimos, sem que se tenha verificado um agravamento correspondente no serviço da dívida. A título ilustrativo refira-se que, de Dezembro de 1995 a Dezembro de 1997, a taxa de juro do crédito a particulares, para um prazo superior a 5 anos, registou uma redução de 4.4 p.p..

O investimento em material de transporte acelerou de forma muito intensa em 1997, crescendo 24.7 por cento (1.4 por cento em 1996). Em particular, as vendas de veículos comerciais pesados de mercadorias aumentaram 32.0 por cento (4.4 por



cento em 1996). Esta evolução está em linha com o dinamismo da actividade no sector dos transportes terrestres de mercadorias.

O investimento em equipamento registou, em 1997, uma taxa de crescimento elevada, à semelhança do que aconteceu nos dois anos anteriores. O Índice de Produção Industrial das indústrias de bens de equipamento excluindo material de transporte aumentou 6.6 por cento (7.5 por cento em 1996), reflectindo simultaneamente o dinamismo da procura interna e crescimentos significativos das exportações. As importações deste tipo de bens cresceram 17.2 por cento, em termos reais, no período Janeiro-Novembro (13.2 por cento em 1996). O crescimento registado pelo investimento em equipamento induziu uma maior necessidade líquida de financiamento por parte das empresas, que foi satisfeita em parte através do recurso ao crédito bancário. O crédito a empresas não financeiras para investimento registou um crescimento de 24.4 por cento em 1997 (15.9 por cento em 1996).

3.1.2 Procura externa líquida e saldo da Balança de Transacções Correntes

Em 1997, o contributo da procura externa líquida para o crescimento do produto foi de -1.4 pontos percentuais, após ter sido praticamente nulo

em 1996. As importações registaram uma aceleração apreciável, como resposta ao forte crescimento da procura interna. As exportações mantiveram um crescimento significativo, em resultado do fortalecimento da actividade económica nos nossos principais parceiros comerciais. Refira-se que, reflectindo o aumento do crescimento económico na União Europeia em 1997 em relação às estimativas disponíveis em Setembro, as exportações portuguesas de mercadorias apresentaram um crescimento superior ao previsto no *Boletim Económico* de Setembro.

As **exportações** de bens e serviços cresceram 8.2 por cento em termos reais (9.6 por cento em 1996). Esta desaceleração reflecte o comportamento das vendas ao exterior de material de transporte. O padrão de aceleração das exportações ao longo de 1997 está ilustrado nos inquéritos qualitativos dirigidos às empresas exportadoras (gráfico 7). Em particular, e reflectindo o nível muito elevado da confiança na indústria transformadora na União Europeia, contribuíram para esta aceleração as vendas ao exterior de bens intermédios e de bens de equipamento, excluindo material de transporte. As exportações de serviços cresceram 4.4 por cento (1.0 por cento em 1996), salientando-se a recuperação significativa da componente turismo.

As **importações** de bens e serviços cresceram 10.3 por cento em 1997 (7.8 em 1996). Verificou-se uma aceleração das importações de bens de investimento excluindo material de transporte, suportada pela manutenção de elevadas taxas de crescimento do investimento em equipamento. Idêntico comportamento foi registado pelas importações de bens intermédios, em linha com a aceleração da actividade na generalidade dos sectores industriais, e também, de acordo com o que foi anteriormente referido, pelas importações de bens de consumo.

Em 1997, verificou-se um ligeiro ganho de termos de troca: os preços em escudos das exportações e importações portuguesas registaram crescimentos, em termos de variação média anual, de 0.7 e 0.3 por cento, respectivamente.

O crescimento das exportações de mercadorias em volume (9.5 por cento) foi superior ao crescimento da procura externa dirigida aos bens produzidos em Portugal, avaliada pelo crescimento real ponderado das importações de mercadorias

dos nossos principais parceiros. Os exportadores portugueses reforçaram, assim, as respectivas quotas de mercado, o que tem vindo a acontecer desde 1992. Em 1997, a penetração das importações no mercado interno terá aumentado de forma significativa, quer em volume, quer em valor, beneficiando do dinamismo de componentes da procura com forte conteúdo importado.

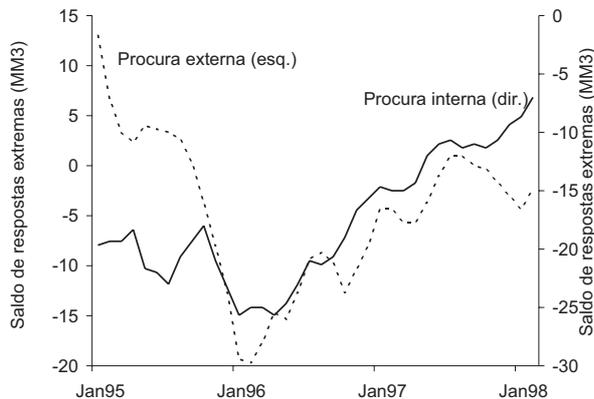
A balança de transacções correntes, numa base de transacções, registou um défice de 1.8 por cento do PIB (1.4 por cento em 1996). Este aumento do défice de transacções correntes resultou de se ter verificado em 1997 um maior défice da balança de mercadorias. Pelo contrário, o excedente da balança de transferências unilaterais aumentou de 6.3 para 6.6 por cento do PIB, em virtude do crescimento das transferências líquidas da União Europeia e das remessas de emigrantes. O saldo da balança de serviços manteve-se praticamente inalterado face ao ano anterior.

3.2 Oferta

Em 1997, a economia portuguesa continuou, em termos de posição cíclica, abaixo da sua trajectória de longo prazo, não obstante ter registado uma taxa de crescimento superior à taxa de crescimento do produto potencial. A actividade económica voltou a crescer mais do que no ano anterior, acelerando na construção e nos serviços e continuando a registar um crescimento forte na indústria. A aceleração na actividade foi acompanhada de um aumento na utilização dos factores produtivos, verificando-se, por um lado, uma redução da taxa de desemprego em simultâneo com um aumento da taxa de actividade e, por outro, uma maior utilização da capacidade produtiva na indústria (gráfico 8) e na construção.

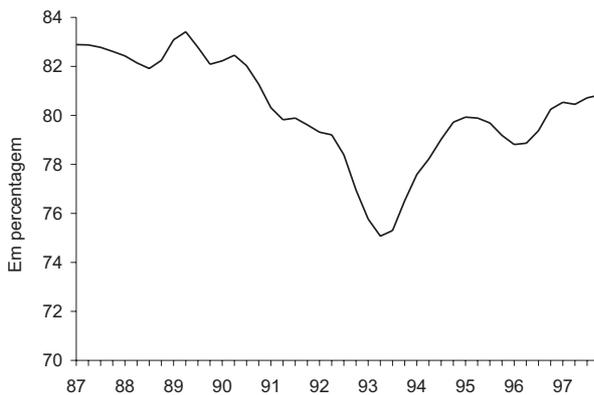
Na generalidade dos sectores industriais verificou-se uma aceleração do produto em resposta à expansão da procura interna e externa (gráfico 7). Esta evolução encontra-se reflectida na aceleração do Índice de Produção Industrial (IPI) na **indústria transformadora** que cresceu 5.3 por cento (1.6 por cento em 1996; gráfico 9). Salienta-se a aceleração nas indústrias de bens intermédios, cujo IPI cresceu 7.6 por cento (0.0 por cento em 1996; gráfico 10), enquanto que, nas indústrias de bens de investimento, excluindo material de transporte, a

Gráfico 7
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA



Fonte: "Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

Gráfico 8
TAXA DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE
PRODUTIVA
Tendência



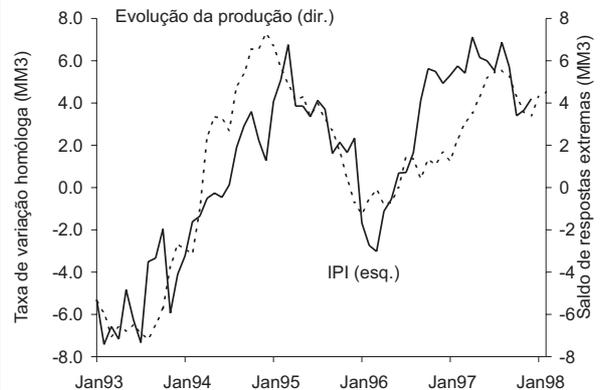
Fonte: Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

Nota: Tendência extraída pelo método TRAMO/SEATS.

produção continuou a crescer a um ritmo significativo (6.6 por cento após 7.5 por cento em 1996). Contudo, como já se referiu, o crescimento da oferta industrial no seu conjunto foi semelhante ao registado no ano anterior, dada a desaceleração da actividade na indústria automóvel, depois da elevada taxa de crescimento registada em 1996⁽⁴⁾.

(4) Os ponderadores do IPI, de base fixa, não reflectem a importância actual da indústria automóvel no total da produção industrial.

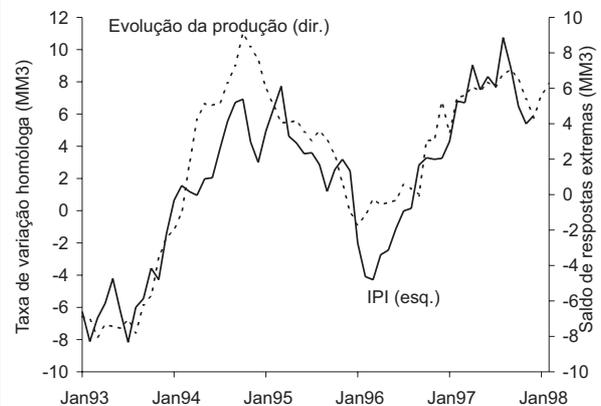
Gráfico 9
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA TOTAL



Fonte: "Índice de Produção Industrial" e "Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

Nota: Os s.r.e. referentes à evolução da produção foram corrigidos de sazonalidade e normalizados de forma a terem a média e o desvio-padrão da tvh do IPI.

Gráfico 10
INDÚSTRIA DE BENS INTERMÉDIOS

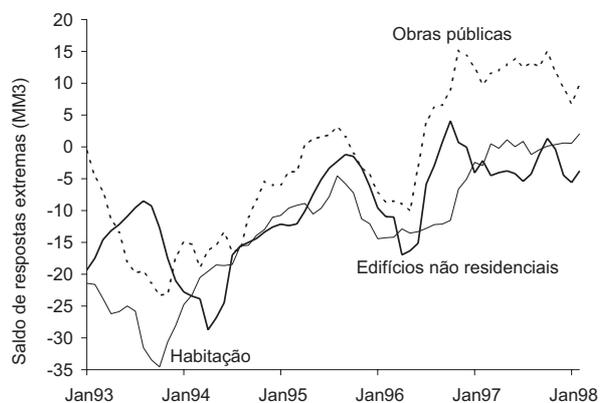


Fonte: "Índice de Produção Industrial" e "Inquérito de Conjuntura à Indústria Transformadora".

Nota: Os s.r.e. Referentes à evolução da produção foram corrigidos de sazonalidade e normalizados de forma a terem a média e o desvio-padrão da tvh do IPI.

A actividade na **construção** registou uma aceleração significativa em 1997, reflectindo o dinamismo da actividade no subsectores das obras públicas e dos edifícios residenciais (gráfico 11). No subsector das obras públicas, a tendência de acele-

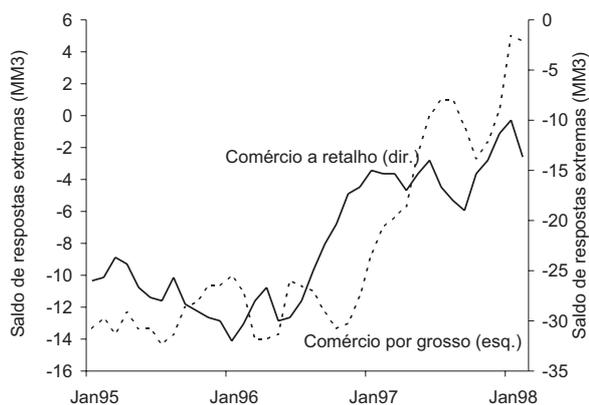
Gráfico 11
ACTIVIDADE NA CONSTRUÇÃO,
POR SECTORES



Fonte: "Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas".

Nota: Valores corrigidos de sazonalidade.

Gráfico 12
ACTIVIDADE NO COMÉRCIO



Fonte: "Inquérito Mensal de Conjuntura ao Comércio".

ração da actividade, iniciada no segundo semestre de 1996, continuou no primeiro semestre de 1997. Na segunda metade do ano, apesar de um menor crescimento homólogo, manteve-se um nível elevado da actividade. No subsector da habitação consolidou-se a recuperação da actividade verificada na parte final de 1996. Acompanhando a evolução no sector, o emprego na construção registou um forte aumento.

A actividade no sector dos **serviços** registou em 1997 um crescimento maior do que no ano anterior, sendo de sublinhar o particular dinamismo nos

sectores comércio, hotéis e restaurantes, e transportes e comunicações. De acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Comércio, a apreciação relativamente à actividade e ao volume de vendas situou-se, em 1997, acima do ano precedente, quer no comércio a retalho, quer no comércio por grosso (gráfico 12). Salienta-se a marcada recuperação da actividade no comércio por grosso que teve lugar em 1997, em parte ligada à manutenção de um crescimento significativo do consumo privado e ao dinamismo da produção e comércio externo de bens intermédios. A evolução da actividade no sector dos restaurantes e hotéis reflecte a já referida aceleração do rendimento disponível real e uma marcada recuperação da actividade turística.

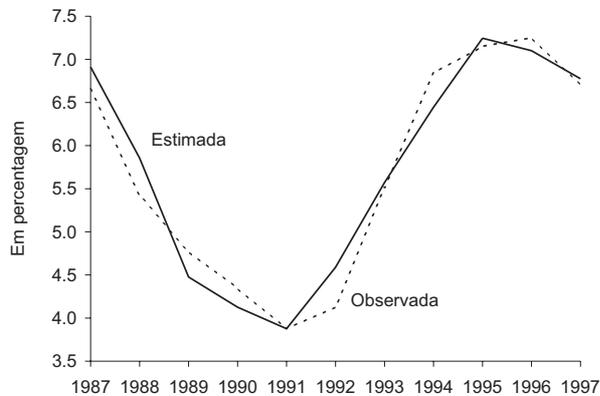
3.3 Mercado de trabalho

A evolução da actividade económica conduziu a uma redução da taxa de desemprego. De acordo com o Inquérito ao Emprego, do Instituto Nacional de Estatística, a **taxa de desemprego** reduziu-se de 7.3 por cento em 1996 para 6.7 por cento em 1997, situando-se assim acima da taxa natural de desemprego estimada. Confirmou-se, desta forma, a tendência de redução da taxa de desemprego, iniciada no segundo semestre de 1996 (gráfico 13). No quarto trimestre, a taxa de desemprego situou-se em 6.5 por cento.

Existe uma relativamente ampla evidência econométrica de que o desemprego reage de uma forma relativamente previsível e desfasada às flutuações da actividade económica. Com efeito, em Portugal, a taxa de desemprego observada é relativamente bem explicada por uma relação de Okun (gráfico 13). Refira-se, adicionalmente, que a evidência econométrica disponível permite concluir pela estabilidade temporal desta relação de Okun, o que sugere a inexistência de alterações estruturais significativas no mercado de trabalho em Portugal, ao contrário do que se terá verificado noutros países da União Europeia.

O **emprego** total registou um crescimento de 1.9 por cento, após um aumento de 0.6 por cento em 1996. Conforme já referido, verificou-se, pela primeira vez desde a recessão de 1993, um aumento do emprego por conta de outrem que, de acordo com o Inquérito ao Emprego, se situou em 1.4 por cento (redução de 0.4 por cento em 1996).

Gráfico 13
TAXA DE DESEMPREGO OBSERVADA E ESTIMADA



Fonte: "Inquérito ao Emprego" e Banco de Portugal.

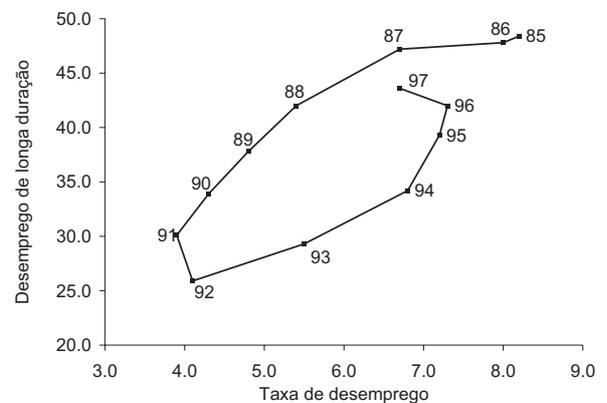
Nota: A taxa de desemprego estimada foi obtida a partir de uma relação de Okun, que relaciona a taxa de desemprego com o nível de actividade.

No processo de criação de emprego, revelou-se novamente de grande significado a figura contratual do contrato a prazo. O número de assalariados nestas condições aumentou 15.7 por cento em 1997 (aumento de 12.1 por cento em 1996). De facto, dada a rigidez do enquadramento legal do contrato permanente, é sobretudo através da figura do contrato a prazo que o comportamento cíclico da actividade económica influencia o volume de emprego.

Em 1997, verificou-se uma redução no número de desempregados de 5.8 por cento, tendo-se observado uma diminuição tanto no número de desempregados à procura de primeiro emprego (10.1 por cento) como no número de desempregados à procura de um novo emprego (4.7 por cento). A percentagem de desempregados de longa duração, apesar de ter aumentado em termos de média anual, apresentou uma redução a partir do terceiro trimestre do ano, situando-se, no final de 1997, 3.9 p.p. abaixo do valor registado no segundo trimestre. Com efeito, esta componente do desemprego reage à actividade económica com um maior desfasamento temporal do que o desemprego total, começando a reduzir-se apenas numa fase mais avançada do ciclo (gráfico 14).

A variação dos **salários** implícita na contratação colectiva para o sector privado foi de 3.5 por

Gráfico 14
TAXA DE DESEMPREGO E DESEMPREGO DE LONGA DURAÇÃO



Fonte: "Inquérito ao Emprego".

cento em 1997 (4.4 por cento em 1996). No entanto, o crescimento das remunerações por trabalhador, incluindo contribuições para a segurança social, para o conjunto da economia, foi superior nos dois anos. Com efeito, em 1997 verificou-se um aumento significativo das despesas com pessoal no SPA (8.9 por cento em 1997 e 8.2 por cento em 1996). Adicionalmente, há alguma evidência de que se verificaram crescimentos salariais acima do valor de referência acima referido, particularmente importantes em sectores com um maior grau de utilização de factores produtivos, como a construção.

4. PERSPECTIVAS PARA 1998

A evolução da economia portuguesa em 1997 permite perspectivar um crescimento forte para 1998. Com efeito, o efeito desfasado (e contemporâneo) da redução das taxas de juro na procura interna, continuará a desempenhar um papel decisivo. Este efeito será reforçado pela continuação do processo de criação de emprego, o crescimento da massa salarial, a manutenção de um crescimento forte da procura externa dirigida às exportações portuguesas, a concretização de um programa intenso de desenvolvimento de infraestruturas públicas e, finalmente, a realização da Exposição Internacional de Lisboa, devendo conduzir a um crescimento do PIB no intervalo de 4.0 a 4.5 por

cento em 1998. O padrão intra-anual de crescimento deverá ser relativamente uniforme ao longo do ano.

Em 1998, o consumo privado deverá registar uma aceleração em relação ao ano anterior, situando-se no intervalo de 3.0 a 3.75 por cento. O rendimento disponível dos particulares voltará a apresentar um crescimento real significativo, reflectindo o aumento dos salários reais e a continuação da criação de emprego, em particular, do emprego por conta de outrem. A descida das taxas de juro continuará a favorecer as decisões de consumo e investimento das famílias, reflectindo o natural desfasamento no processo de ajustamento às novas condições de acesso ao crédito.

O investimento voltará a registar um crescimento forte em 1998, no intervalo de 7.5 a 9.5 por cento. Será de esperar, no entanto, alguma desaceleração na FBCF em material de transporte e em construção, na sequência de crescimentos particularmente elevados em 1997. No entanto, a manutenção de perspectivas favoráveis para a evolução da procura interna, em particular no que se refere ao consumo privado, e da procura externa, o efeito desfasado da descida das taxas de juro nas decisões de investimento das empresas e das famílias, a continuação do programa de desenvolvimento de infraestruturas públicas, a actual situação financeira da generalidade das empresas, permitem prever um crescimento forte da FBCF em 1998, por tipo de bens e para os diferentes sectores institucionais.

Nos primeiros meses de 1998, a apreciação da actividade na construção não se alterou significativamente face ao final de 1997, permitindo esperar, em 1998, um elevado nível de actividade no sector (gráfico 6). De acordo com o Inquérito de Conjuntura à Construção e Obras Públicas de Fevereiro, os s.r.e. referentes à carteira de encomendas da construção de edifícios encontram-se a níveis historicamente elevados, reflectindo sobretudo a actividade muito intensa na construção de habitação. A carteira de encomendas referentes à construção de obras públicas encontra-se também a níveis muito elevados, embora um pouco abaixo do verificado, em termos médios, no segundo semestre de 1997. Refira-se, no entanto, que o desenvolvimento de infraestruturas rodoviárias e ferroviárias, assim

como a conclusão dos projectos associados à EXPO-98, assegurarão a continuação de um nível muito elevado de investimento público. Relembre-se que, de acordo com o Orçamento de Estado para 1998, se prevê um crescimento nominal do investimento público de 7.4 por cento.

As exportações de bens e serviços voltarão a registar um crescimento forte em 1998, no intervalo de 9.0 a 11.0 por cento, reflectindo a consolidação da recuperação de algumas economias europeias, como a França e a Alemanha. A previsão do Banco de Portugal admite, também, a continuação de ganhos de quota de mercado, na linha do que se verificou nos últimos anos. A realização da EXPO-98 provocará, naturalmente, um crescimento muito forte das receitas de turismo, contribuindo de uma forma significativa para o crescimento do produto e para uma redução do défice da BTC.

O crescimento das importações deverá situar-se no intervalo de 8.0 a 10.0 por cento, reflectindo o comportamento das diferentes componentes da procura global. O saldo da BTC deverá situar-se no intervalo de -1.75 a -1.25 por cento.

A taxa de desemprego registará uma nova descida em 1998, em linha com o previsto para a actividade real. Em termos de média anual, a taxa de desemprego poderá cair cerca de 0.5 p.p., aproximando-se, no final do ano, da taxa natural de desemprego estimada. Neste contexto, o possível aparecimento de pressões salariais poderá constituir um cenário de risco para a sustentabilidade da queda do desemprego.

A evolução da procura externa dirigida às exportações portuguesas e o forte crescimento da procura interna criam condições favoráveis ao reforço do processo de consolidação orçamental. A obtenção de resultados mais favoráveis para as contas públicas do que o previsto no Orçamento, na linha do que já se verificou num passado recente, constituiria um factor particularmente importante para a manutenção de condições apropriadas à estabilidade de preços e seria, simultaneamente, um passo importante no sentido de assegurar os objectivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Redigido com informação disponível até 31 de Março de 1998.

A DISTRIBUIÇÃO DOS SALÁRIOS EM PORTUGAL: 1982-1994*

José A. F. Machado***

José Mata**

1. INTRODUÇÃO

Durante a última década, Portugal devotou uma quantidade significativa de recursos à modernização da sua estrutura industrial, quer através da concessão de subsídios ao investimento em tecnologia moderna, quer através da promoção de programas de formação profissional. Paralelamente, sobretudo em virtude da expansão da escolaridade obrigatória, os níveis educacionais da força de trabalho aumentaram continuamente originando, assim, um reforço da qualificação da mão-de-obra.

Afigura-se, pois, natural investigar o impacto desse esforço na estrutura dos salários e na desigualdade salarial. Em particular, é de interesse saber se, à semelhança do ocorrido em muitos países, a desigualdade aumentou em Portugal durante os anos 80; ou ainda, se os dados portugueses são consistentes com a hipótese de esse eventual aumento poder ser devido a uma substituição de trabalho pouco qualificado por trabalho qualificado em virtude de alterações tecnológicas.

Este artigo resume os principais resultados de um estudo sobre a distribuição dos salários e sobre a sua evolução nos anos 80 e primeiro lustre dos

anos 90, evidenciando o papel desempenhado pela acumulação de capital humano nesse processo⁽¹⁾.

Os estudos dos determinantes dos salários sempre reconheceram o importante papel da heterogeneidade, tanto ao nível dos empregos como dos trabalhadores. Essa heterogeneidade implica, por exemplo, que a remuneração da educação possa diferir entre indivíduos com as mesmas características observáveis. Neste estudo, utiliza-se a metodologia econométrica da regressão de quantis. Ao contrário da usual regressão dos mínimos quadrados (ou média), a regressão de quantis permite estimar em diferentes pontos da distribuição dos salários, o efeito das variáveis — que os possam influenciar. Desta forma, a metodologia permite controlar a heterogeneidade acima referida e extrair dela informação relevante.

A exposição está estruturada da seguinte forma. A secção 2 descreve de forma sumária as principais características das amostras utilizadas e dá uma panorâmica das alterações ocorridas no mercado de trabalho português. A secção 3 introduz de forma intuitiva a metodologia da regressão de quantis, que foi empregue para a obtenção dos resultados que são descritos e comentados na secção 4. Finalmente, a secção 5 conclui o trabalho.

2. DADOS E PRINCIPAIS FACTOS

Este artigo analisa a importância de variáveis como o sexo, o *stock* de capital humano (medido pela educação, experiência no mercado de trabalho e a antiguidade), características das empresas (dimensão e tipo de propriedade) e atributos do

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal.

** Departamento de Estudos Económicos.

*** Universidade Nova de Lisboa. Consultor do Departamento de Estudos Económicos.

(1) O estudo está documentado de forma mais desenvolvida no Working Paper nº 2/98, "Earning Functions in Portugal 1982-1984: Evidence from Quantile Regressions", para o qual é remetido o leitor interessado nos detalhes da metodologia, bibliografia e resultados mais desenvolvidos.

Quadro 1

**CRESCIMENTO REAL DOS
SALÁRIOS 1982 -1994**

| | |
|---------|-----|
| Média | 2.8 |
| Quantis | |
| 10 | 1.6 |
| 25 | 1.5 |
| 50 | 1.7 |
| 75 | 2.5 |
| 90 | 3.6 |

Quadro 2

ATRIBUTOS DA FORÇA DE TRABALHO

| | 1982 | 1994 |
|---|-------|-------|
| Sexo (% mulheres) | 0.29 | 0.39 |
| Anos de escolaridade. | 5.05 | 6.33 |
| Classes de educação (% em cada classe) | | |
| menos de 4 anos | 10 | 3 |
| 4 anos | 59 | 45 |
| 6 anos | 14 | 26 |
| 9 anos | 15 | 28 |
| 14 anos | 2 | 4 |
| Experiência | 23.84 | 22.70 |
| Antiguidade | 8.50 | 7.79 |

sector para a determinação da distribuição estatística dos salários⁽²⁾.

Os dados provêm de um inquérito (Quadros de Pessoal) conduzido pelo Ministério do Emprego abrangendo todas as empresas com trabalhadores assalariados. Considerámos os anos de 1982 e 1994 por serem, aquando do início deste trabalho, os primeiro e último disponíveis. Para cada ano seleccionou-se uma amostra aleatória de cerca de 5000 trabalhadores a tempo inteiro em empresas do Continente.

Os quadros 1, 2, e 3 resumem as principais características dos dados e documentam, com clareza, algumas importantes alterações ocorridas no mercado de trabalho. Os salários médios registaram um crescimento real assinalável, tendo crescido à taxa média anual de 2.8 por cento. Este crescimento não teve, todavia, uma distribuição uniforme. De facto, enquanto que os salários da aba esquerda da distribuição (1º decil, 1º e 2º quartis) cresceram aproximadamente 1.5 por cento ao ano, os salários nos quantis 75 e 90 cresceram 2.5 por cento e 3.6 por cento, respectivamente. É claro que a este padrão de crescimento correspondeu a um aumento da dispersão (relativa) da respectiva distribuição. Esse aumento foi especialmente notório na aba direita da distribuição onde a diferença entre os quantis 90 e 75 aumentou de 50 por cento

para 73 por cento contrastando com a virtual constância da distância entre os quantis 25 e 10.

A composição da força de trabalho registou também no período em apreço alterações dignas de realce. As mulheres viram a sua participação reforçada, tendo passado de cerca de 30 por cento em 1982 para 40 por cento em 1994. Como reflexo da evolução da escolaridade obrigatória, o nível educacional também aumentou substancialmente, tendo o nível médio de escolaridade passado dos 5 para 6 anos. Esta evolução é também patente na distribuição da força de trabalho por classes de escolaridade onde se registou um aumento do peso dos trabalhadores com 6 ou mais anos de escolaridade. Por exemplo, os indivíduos com 4 ou menos anos de escolaridade, que em 1982 representavam quase 70 por cento da força de trabalho, já não eram maioritários em 1994.

Definiu-se “experiência” como a idade menos o número de anos de escolaridade menos 6 (a idade de entrada no sistema de ensino primário). O comportamento desta variável reflecte portanto a evolução combinada da idade e da escolaridade. Como a idade dos indivíduos permaneceu basicamente estabilizada em torno dos 35 anos, a experiência decresceu ao longo do tempo. Ao contrário do que acontece com a experiência, a base de dados proporciona informação directa sobre a antiguidade dos trabalhadores na empresa. Os dados revelam que a antiguidade também registou uma tendência decrescente. Esta evolução reflectiu em grande parte os significativos fluxos de criação e destruição de empresas verificado no período e que implicaram uma redução da idade média das

(2) Note-se que o objecto do estudo são os salários, e não o total das remunerações. A variável em estudo inclui os pagamentos efectuados a título de remuneração durante os meses de Março de 1982 e Setembro de 1994. Não inclui nem remunerações em espécie, nem eventuais prémios anuais que não tenham sido pagos durante os referidos meses. É de antecipar que a importância destas componentes seja maior para os salários mais elevados, e que se tenha acentuado durante o período em apreço.

Quadro 3
ATRIBUTOS DAS EMPRESAS

| | 1982 | 1994 |
|---|------|------|
| Dimensão (média do log emprego) | 5.14 | 4.50 |
| Capital estrangeiro (% total) | 0.06 | 0.07 |
| Capital público (% total) | 0.12 | 0.09 |

empresas e, concomitantemente, da antiguidade média dos trabalhadores na empresa.

Ao nível da procura de trabalho, os dados utilizados contêm informação sobre o número de trabalhadores das empresas, a sua actividade principal e o tipo de propriedade (pública *versus* privada e nacional *versus* estrangeira). A referida rotação de empresas está também associado à redução verificada na dimensão média das empresas. O quadro 3 indica que as firmas de capital maioritariamente estrangeiro viram a seu peso acrescido enquanto que a percentagem de empresas de capitais maioritariamente públicos reduziu-se.

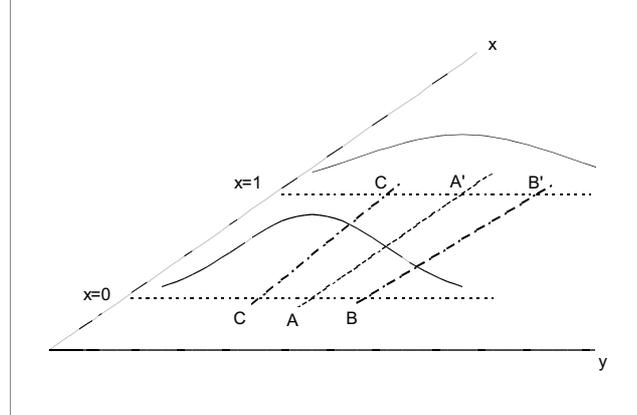
3. REGRESSÃO DE QUANTIS

A abordagem econométrica utilizada neste estudo tem por base a regressão de quantis. Porquanto a interpretação dos resultados empíricos exige alguma familiaridade com esta metodologia, apresentamos nesta secção uma simples ilustração gráfica da ideia subjacente à regressão de quantis.

Considere-se a distribuição dos salários (y) para homens e mulheres. Temos, pois, um só regressor x que pode assumir dois valores, 0 para mulheres e 1 para homens. Para cada sexo existe uma distribuição de salários, tal como a figura 1 ilustra.

O ponto A representa a média de y dado que $x=0$, $E(y|x=0)$ e, analogamente, $A'=E(y|x=1)$. Unindo estes pontos obtém-se a regressão média ou dos mínimos quadrados (na população). A abordagem usual ao estudo de funções de salários tem por base a estimação de regressões deste tipo. Uma tal estimativa permite avaliar o impacto do sexo do trabalhador no salário médio. Naturalmente que esta formulação não implica que todos os indivíduos de um dado sexo ganhem o mesmo salário: a variabilidade remanescente (isto é, as di-

Figura 1
DISTRIBUIÇÃO CONDICIONAL DOS
SALÁRIOS DADO O SEXO



ferenças relativamente à média) é, porém, tratada de forma residual e ignorada na análise.

Os pontos B e B' representam o 75º-quantil da distribuição de y para mulheres e homens, respectivamente ($B=Q_{75}(y|x=0)$ e $B'=Q_{75}(y|x=1)$). Por exemplo, 75 por cento das mulheres ganham menos do que o salário correspondente a B . Do mesmo modo que fizemos para a média, unindo B com B' obtemos uma linha representando o 75º-quantil da distribuição de y para os diferentes valores de x : a regressão do quantil 75. É claro que o mesmo pode ser feito para outros quantis, obtendo-se assim todo um conjunto de regressões de quantis isto é, funções de x do tipo $Q_p(y/x)$ para p no intervalo $(0,1)$, (na figura CC' representa $Q_{25}(y/x)$). Como a figura 1 revela, estas diferentes regressões não fornecem necessariamente a mesma informação sobre o impacto dos regressores (x) na variável em análise (y) ou seja, não são necessariamente paralelas. Por exemplo, pode perfeitamente acontecer que os homens ganhem em média mais 13 por cento do que as mulheres, mas que um homem no quantil 25 da distribuição salarial dos homens ganhe apenas mais 10 por cento do que uma mulher num ponto equivalente da respectiva distribuição de salários; do mesmo modo, a diferença salarial pode atingir 16 por cento quando avaliado no quantil 75 de cada uma das distribuições. Por outras palavras, a divergência salarial entre homens e mulheres pode ser proporcionalmente maior na aba direita das distribuições. Ao

contrário da mera regressão média, a regressão de quantis permite evidenciar essa informação.

4. RESULTADOS

4.1 Determinantes dos salários

Discute-se agora o impacto de algumas das variáveis apresentados na secção 2 na distribuição de probabilidade do (logaritmo) dos salários horários. Apresentaremos quer os resultados da regressões de quantis quer uma caracterização global das próprias distribuições e da sua evolução.

Os quadros 4 e 5 contêm as estimativas dos coeficientes das variáveis “sexo” e “educação” em diferentes pontos da distribuição dos (log) salários. Para efeitos de comparação apresentamos também os coeficientes estimados na média (regressão dos mínimos quadrados)⁽³⁾.

Sexo

A primeira coluna do quadro 4 revela que, em média, as mulheres ganham 15 por cento menos do que um homem comparável (i.e., com o mesmo capital humano e trabalhando na mesma empresa) e que este valor aumentou ligeiramente de 1982 para 1994. As restantes colunas confirmam que, tudo o resto constante, a distribuição dos salários das mulheres está claramente à esquerda da dos homens (notem-se os coeficientes negativos em todas as regressões de quantis). As estimativas tam-

Quadro 4
COEFICIENTES DO SEXO

| | Média | Quantis | | | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 10 | 25 | 50 | 75 | 90 |
| 1982 | -14.546 | -10.679 | -10.434 | -13.191 | -15.846 | -19.909 |
| 1994 | -15.614 | -8.629 | -11.926 | -14.321 | -16.844 | -17.183 |

bém indicam que a distância de 15 por cento estimada para a média fornece uma descrição incompleta das diferenças entre a distribuição dos salários para homens e mulheres. Com efeito, enquanto que no 1º decil as diferenças são de 9 por cento, atingem já 14 por cento na mediana e alcançam os 17 por cento no decil de topo. O facto dos diferenciais serem maiores para os salários mais elevados traduz-se na existência numa maior dispersão salarial para os homens do que para as mulheres. Se bem que esta caracterização seja genericamente válida também para 1982, registaram-se algumas alterações quantitativas nestes doze anos nomeadamente, o aumento (ainda que ligeiro) dos diferenciais para salários intermédios acompanhado pela redução destes diferenciais para salários nos extremos inferior e superior da distribuição.

Todas as variáveis referentes ao “capital humano” — educação, antiguidade na empresa e experiência no mercado de trabalho — registam taxas de remuneração positivas em qualquer ponto

Quadro 5
TAXA DE RENDIBILIDADE DE UM ANO ADICIONAL DE ESCOLARIDADE

| Educação | Média | Quantis | | | | |
|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 10 | 25 | 50 | 75 | 90 |
| Anos | | | | | | |
| 1982 | | | | | | |
| 4 | 1.282 | 0.447 | 1.081 | 1.752 | 2.552 | 1.854 |
| 6 | 7.056 | 5.129 | 6.235 | 6.318 | 7.895 | 8.773 |
| 9 | 9.152 | 8.721 | 8.056 | 7.808 | 8.827 | 9.688 |
| 14 | 8.763 | 6.308 | 8.857 | 10.123 | 10.062 | 9.144 |
| 1994 | | | | | | |
| 4 | 0.418 | 0.315 | 1.161 | 1.336 | 1.907 | -0.662 |
| 6 | 5.066 | 2.188 | 3.391 | 4.786 | 5.758 | 8.013 |
| 9 | 8.239 | 4.54 | 5.443 | 7.409 | 9.826 | 12.359 |
| 14 | 11.254 | 7.449 | 10.251 | 11.986 | 12.863 | 13.845 |

(3) Muito embora se apresentem apenas as estimativas referentes a estas variáveis, as regressões incluíram todos os regressores mencionados em 2 bem como um conjunto de 26 dummies sectoriais. Concentramo-nos nestas duas variáveis pois foram aquelas cujos coeficientes mais variaram entre os dois anos em análise. Todas as estimativas foram obtidas em especificações lineares da regressão de quantis isto é, em modelos do tipo

$$Qp(y|x) = \alpha(p) + \sum_{j=1}^k x_j \beta_j(p), p \in (0, 1)$$

em que os x_j representam os regressores e os β_j os respectivos coeficientes, variando de quantil para quantil. O leitor interessado poderá consultar os resultados detalhados na versão *Working Paper* deste estudo.

da distribuição dos salários. O quadro 5 apresenta os resultados referentes à educação.

Educação

As estimativas constantes do Quadro 5 revelam uma clara alteração na estrutura das remunerações. Em 1982 a rentabilidade de um ano adicional de educação foi basicamente independente da classe educacional (exceptuando a classe dos 4 anos). Em contrapartida, em 1994 as rentabilidades crescem claramente com o nível de educação. Mais, é também patente que em 1994 cada ano adicional de educação aumenta a dispersão salarial.

Comparando agora os dois anos, nota-se que a rentabilidade de possuir somente a educação primária se reduziu drasticamente para todos os quantis. Podemos mesmo afirmar que, para os níveis mais baixos de educação, o salário é virtualmente independente do número de anos de escolaridade. Por outro lado, a rentabilidade de ter 9 anos de escolaridade, se bem que tenha registado algum decréscimo na aba esquerda, aumentou para os quantis 75 e 90. Finalmente, as rentabilidades de um título universitário (14 anos de escolaridade) foram as únicas que aumentaram em todos os pontos da distribuição.

Em suma, a rentabilidade da educação não é necessariamente positiva: não faz virtualmente qualquer diferença para o salário de um indivíduo ele ter 4 ou mesmo 6 anos de escolaridade, particularmente se estiver no topo da distribuição. A educação apenas “compensa” a partir e certo nível. Todavia, quando o faz, é mais valorizada nos empregos pagando salários relativamente elevados.

Experiência e antiguidade

Comentando agora brevemente os resultados referentes à experiência e antiguidade, pode afirmar-se que cada uma destas variáveis teve um claro efeito positivo sobre os salários em qualquer ponto da sua distribuição. Em 1982 os rendimentos da experiência foram aproximadamente constantes em toda a distribuição; em contrapartida, em 1994 a experiência foi proporcionalmente mais

rentável para as remunerações relativamente mais elevadas. Por outro lado, tanto em 1982 como em 1994 as taxas de rendibilidade da antiguidade são aproximadamente constantes no centro e na aba esquerda da distribuição, mas registam uma acentuada quebra nos quantis de topo: a antiguidade é relativamente mais valorizada nos empregos relativamente mais mal pagos.

Efeitos de empresa

As regressões também incluem variáveis destinadas a capturar a heterogeneidade das empresas nomeadamente, a sua dimensão e tipo de propriedade.

As empresas maiores tendem a pagar mais a trabalhadores com as mesmas características observadas e, especialmente em 1982, tendem a apresentar maior dispersão salarial.

O efeito das variáveis reflectindo o peso do capital público ou estrangeiro é muito diverso. O predomínio de capitais públicos é sobretudo importante na aba esquerda da distribuição: aos trabalhadores relativamente mais mal pagos compensa trabalhar em empresas de capital público, mas o impacto deste atributo reduz-se à medida que se evolui na distribuição, sendo insignificante para os salários mais elevados. Deste modo, a dispersão salarial é menor em empresa de capitais públicos, mesmo controlando pelos atributos da força de trabalho. Por outro lado, a existência de capital maioritariamente estrangeiro, não apenas desloca toda a distribuição dos para a direita — aumentando, assim, os salários a todos os níveis — mas aumenta proporcionalmente mais os salários relativamente mais elevados.

4.2 Distribuições dos salários

Passemos agora à análise da distribuição condicional dos salários como todo. Enfatize-se que se trata de uma distribuição condicional — i.e., de indivíduos com os atributos observados médios e trabalhando numa empresa “média” — contrastando, pois, com a distribuição estudada na secção 2 a qual era uma estimativa da distribuição marginal dos salários.

Quadro 6
DISTRIBUIÇÃO CONDICIONAL
DOS SALÁRIOS

| | 1982 | 1994 | 1994 Nas médias de 1982 |
|-----------------------------|------|------|-------------------------------|
| Desigualdade | | | |
| $\log(q90)-\log(q10)$ | 0.73 | 0.82 | 0.75 |
| $\log(q75)-\log(q25)$ | 0.36 | 0.40 | 0.37 |

As estimativas na primeira coluna do quadro 6 foram obtidas utilizando os coeficientes das regressões para 1982 e as média amostrais dos regressores em 1982. Do mesmo modo, a segunda coluna apresenta estimativas avaliadas com os coeficientes e médias para 1994. As estimativas da última coluna foram obtidas com os coeficientes estimados para 1994 mas com os valores médios dos regressores reportados a 1982. As estimativas das duas primeiras colunas descrevem as distribuições de salários que se observariam, em cada ano, em amostras de trabalhadores homogêneos relativamente às características incluídas na análise. As estimativas da última coluna pretendem fornecer uma descrição da distribuição dos salários que, contrafactualmente, teria ocorrido em 1994 se o stock de capital humano, a dimensão das empresas e os outros regressores tivessem permanecido nos níveis médios de 1982.⁽⁴⁾

A comparação das duas últimas colunas do quadro 6 permite decompor as alterações ocorridas na distribuição condicional dos salários em dois tipos de factores: variação do nível médio dos regressores e variação dos coeficientes associados a esses regressores. A título exemplificativo pense-se na variação do *stock* médio de capital humano por um lado e, por outro, na alteração do modo como esse capital é remunerado. Este exercício mostra que ambos os factores contribuíram para o

aumento da desigualdade. Contudo, a contribuição global da alteração das remunerações (ou, mais geralmente, dos coeficientes) é relativamente modesta quando comparada com a resultante da variação do nível médio dos atributos. Com efeito, os índices de desigualdade constantes do quadro 6 indicam que o grosso da variação da desigualdade foi devido a alterações na distribuição dos atributos dos trabalhadores e das empresas e não tanto a uma acrescida desigualdade entre trabalhadores com idênticas características.

5. CONCLUSÕES

Este artigo analisou a distribuição dos salários em Portugal bem como a sua evolução entre 1982 e 1994. Mereceu ênfase particular o papel desempenhado pela educação nessa evolução. Os resultados indicam que a rentabilidade de ter apenas a “educação primária” decresceu drasticamente nos 12 anos em análise em toda a distribuição, não sendo sequer significativa em 1994. No extremo oposto do espectro educacional, a remuneração de possuir um grau universitário aumentou globalmente, mas de forma muito mais acentuada para os quantis de topo. A educação superior é proporcionalmente mais valorizada nos melhores (em termos de remuneração) empregos.

Esta evolução da rentabilidade da educação ocorre num contexto de um aumento do nível educacional médio da força de trabalho. Ao contrário dos EUA, por exemplo, onde o aumento da remuneração da educação pode ter sido causada por uma redução do número de indivíduos com graus universitários, em Portugal assistiu-se a um incremento da rentabilidade do ensino superior não obstante um aumento muito acentuado do número de licenciados. Tal sugere, necessariamente, uma expansão muito acentuada da procura de trabalho especializado em resultado, talvez, da evolução tecnológica.

A dispersão salarial aumentou no período em apreço. Os nossos resultados indicam que a maior parte desse aumento parece ter sido devido a alterações dos atributos da força de trabalho por oposição a modificações no modo como tais atributos são valorizados. Considere-se, por exemplo, a educação. Como vimos, e sem embargo de um impac-

(4) Formalmente, na 1ª coluna estima-se $Qp(y_{82}|\bar{x}_{82})$ — coeficientes β estimados com dados de 1982 e regressores avaliados na média da amostra de 1982 (cf. nota de pé-de-página 1), na 2ª $Qp(y_{94}|\bar{x}_{94})$ — coeficientes β estimados com dados de 1994 e regressores avaliados na média da amostra de 1994 — e, na 3ª estima-se $Qp(y_{94}|\bar{x}_{82})$ — coeficientes β estimados com dados de 94 e regressores avaliados na média da amostra de 1982.

to globalmente positivo nos salários, a educação é relativamente mais valorizada nos quantis superiores da distribuição e, conseqüentemente, leva a um aumento na dispersão dos salários. O notável

aumento do nível educacional médio dos trabalhadores terá, assim, sido um dos factores que contribuíram para o aumento da desigualdade salarial registado entre 1982 e 1994.

ALÍVIO DA DÍVIDA EXTERNA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

A iniciativa FMI/Banco Mundial*

*Luís Saramago***
*Fernando Martins***

1. INTRODUÇÃO

Formalmente anunciada em Outubro de 1996, como instrumento privilegiado para o alívio definitivo da dívida externa dos países em desenvolvimento mais pobres e endividados, a Iniciativa FMI/Banco Mundial⁽¹⁾ está prestes a celebrar o seu primeiro caso de sucesso. Trata-se do Uganda, cuja dívida deverá atingir níveis sustentáveis em Abril de 1998, graças ao contributo directo e indirecto das instituições financeiras internacionais e de diversos países doadores. Entre estes conta-se Portugal, envolvido sobretudo enquanto parceiro destacado, e um dos principais credores, dos países africanos lusófonos. À excepção de Cabo Verde, com uma dívida externa relativamente suportável, todos eles são, de facto, potencialmente elegíveis, encontrando-se o processo de Moçambique mais avançado que os restantes.

O presente trabalho começa por enquadrar a Iniciativa no contexto dos esforços promovidos pela comunidade internacional para combater a “crise da dívida” que afectou os países em desen-

volvimento no início dos anos oitenta (secção 2). Seguidamente, são apresentados os contornos da referida Iniciativa, vocacionada para acudir às necessidades dos países sobre os quais continua a pesar o fardo da dívida, depois da recuperação concretizada pela maior parte dos principais devedores, já na década em curso (secção 3). Por fim, aborda-se a questão da melhor estratégia para fazer face a problemas de dívida excessiva, procurando ilustrar o impacto macroeconómico de tais situações e as diferentes implicações de estratégias alternativas (secção 4).

2. “CRISE DA DÍVIDA”: GÉNESE, DESENVOLVIMENTO E SOLUÇÕES

É habitual considerar-se que a chamada crise da dívida externa dos países em desenvolvimento foi despoletada pela incapacidade para cumprir o respectivo serviço declarada, em Agosto de 1982, pelo México. Rapidamente disseminada pelo mundo em desenvolvimento, a crise chegou a assumir proporções de ameaça sistémica generalizada, determinando uma alteração substancial na forma de encarar o risco soberano.

Na **origem deste processo** terão estado, em última instância, opções incorrectas no plano interno, traduzidas por estratégias de endividamento imprudentes e uma gestão macroeconómica deficiente — opções essas geradoras de fragilidades que ficaram evidentes com a evolução adversa da envolvente externa. De facto, conjugaram-se na

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal.

** Departamento de Relações Internacionais e Departamento de Estudos Económicos.

(1) Ou seja, a *HIPC Initiative*, destinada aos *Heavily Indebted Poor Countries* (Países de Baixo Rendimento Acentuadamente Endividados, PBRAE, vulgo “países pobres muito endividados”), onde se incluem 32 Estados com PNB *per capita* inferior a USD 695 e VAL da dívida superior a 220 por cento das exportações ou superior a 80 por cento do PNB, para além de outros nove que receberam tratamento concessional do Clube de Paris (ou são elegíveis para tanto).

primeira metade dos anos oitenta diversos fenómenos relevantes: uma tendência para a subida das taxas de juro internacionais, no contexto dos esforços de diversos países industrializados com vista ao controlo da inflação; uma deterioração dos termos de troca que atingiu a generalidade dos países em desenvolvimento, sobretudo os exportadores de bens primários não-petrolíferos; uma recessão em diversos países industrializados que afectou as exportações dos países devedores, condicionando a sua capacidade para satisfazer os compromissos associados à dívida; e uma apreciação continuada do dólar norte-americano, moeda empregue na maior parte dos contratos de empréstimo em causa.

A dimensão excepcional do problema levou a que a comunidade financeira internacional procurasse, de forma concertada (minimizando assim a possibilidade de *free riding*), desenvolver mecanismos especificamente concebidos para a respectiva ultrapassagem. Depois de uma fase inicial em que os credores privados exigiram o cumprimento rigoroso dos compromissos, daí resultando a acumulação de atrasados, seguiu-se um período em que a crise foi encarada essencialmente como um problema de liquidez, surgindo a chamada abordagem de *short leash*.

Esta caracterizou-se pela introdução, nos países devedores, de programas de ajustamento apoiados pelo FMI e pelo Banco Mundial, no âmbito dos quais estas instituições concederam financiamentos sujeitos a certas regras de condicionalidade macroeconómica. A observância de tais regras, periodicamente controlada, seria indispensável para o desembolso dos respectivos financiamentos, feito de forma faseada — visando um reequilíbrio que permitisse, em última análise, aumentar a capacidade de reembolso da dívida.

Como contrapartida, os países beneficiariam do chamado efeito de catálise, ou seja a disponibilidade por parte dos credores (e, em particular, dos bancos comerciais) não só para aceitarem a consolidação do serviço da dívida, através de reescalamentos e/ou renovações, mas também para concederem novos financiamentos. Inicialmente facultados por períodos curtos (abrangendo o serviço a vencer dentro de um a dois anos), tais operações acabariam por se revelar insuficientes, levando à introdução, em meados de 1984, dos acor-

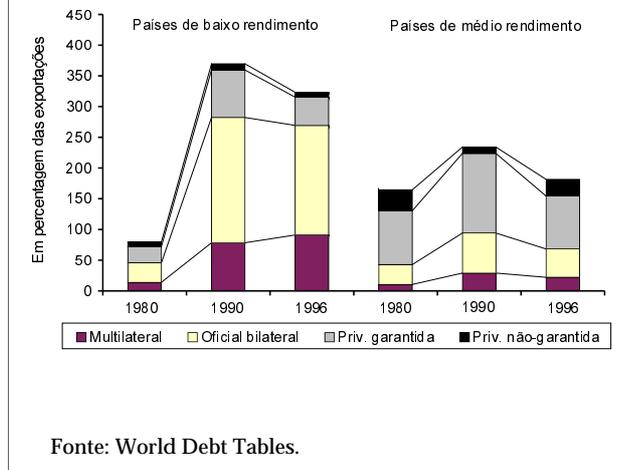
dos de reescalamento pluriénais (*multi-year rescheduling agreements, MYRA*). Estes previam o alargamento, para três a cinco anos, dos períodos de consolidação — ou seja, os intervalos de tempo ao longo dos quais venceria o serviço da dívida objecto de tratamento.

Mesmo com períodos de consolidação mais extensos, continuou todavia a verificar-se uma substancial acumulação de atrasados, impondo a necessidade de novas abordagens. Surgiu assim, no final de 1985, o chamado **Plano Baker** (à data *Treasury Secretary* dos EUA), que preconizava o aprofundamento das reformas a introduzir pelos países devedores, com vista ao reforço das suas perspectivas de crescimento, associando a esse aspecto uma substancial concessão de novos financiamentos, tanto privados como oficiais. A relutância dos credores privados em corresponderem ao que lhes era solicitado, tendendo agora a encarar o problema mais como uma crise de solvabilidade do que meramente de liquidez (percepção bem reflectida nos crescentes descontos exigidos pela dívida transaccionada no mercado secundário), terá sido porém determinante para o limitado sucesso deste esquema.

Confrontados com a ausência de alternativas válidas, diversos credores optaram pelo desenvolvimento de outro tipo de soluções, menos institucionais e mais voltadas para o mercado, de entre as quais sobressaem as recompras com desconto no mercado secundário (*debt buybacks*) e as conversões em activos (*debt-equity swaps*), frequentemente associadas a programas de privatização nos países devedores.

A generalização da ideia de que se tratava de uma crise de solvabilidade dos países devedores acabaria por determinar o aparecimento de uma nova abordagem ao problema da dívida, corporizada em 1989 no **Plano Brady** (sucessor de James Baker no Governo norte-americano). Este apresentava como inovação fundamental a possibilidade de se proceder à redução do *stock* da dívida, para além de outras alternativas admitidas em simultâneo, no contexto de um menú de opções posto à disposição dos credores privados — abordagem de mercado que permitiu acomodar as diferentes preferências destes últimos. Abrangendo diversos instrumentos específicos, as opções disponíveis dividiam-se essencialmente em três grandes catego-

Gráfico 1
DÍVIDA EXTERNA
Países fortemente endividados



rias: reescalamentos do serviço da dívida; novos financiamentos, em condições mais favoráveis, e reduções do *stock* da dívida, tendo esta última acabado por predominar, daí resultando um corte médio de 45 por cento em termos de valor actualizado líquido (VAL).

O Plano Brady correspondeu ao culminar de um período em que a comunidade financeira internacional se preocupou sobretudo com a resolução da vertente principal, de carácter sistémico, que a crise da dívida apresentava — o endividamento dos países de médio rendimento junto da banca comercial (85 por cento dos débitos totais acumulados pelos países em desenvolvimento). Beneficiando das reformas macroeconómicas e dos mecanismos para tratamento da dívida postos à sua disposição, os países integrantes deste grupo conseguiram, em geral, registar uma recuperação notável no início da década em curso, conforme evidencia o seu gradual regresso aos mercados internacionais (cf. dívida privada não-garantida no gráfico 1).

O peso da dívida permaneceu, todavia, excessivamente elevado para diversos outros países em desenvolvimento — sobretudo os de baixo rendimento da **África Sub-sahariana**, cuja dívida apresentava uma estrutura diferente, predominando a componente oficial (em geral superior a 80 por cento do total — cf. gráfico 1). Estruturalmente bastante mais frágeis — bases produtivas estreitas,

capital humano pouco qualificado, taxas de crescimento populacional excessivas, entre outras debilidades — os países integrantes deste segundo grupo acabariam por ver reconhecido carácter especial à situação em que se encontravam. Foi assim sendo desenvolvido, com ênfase crescente à medida que os frutos do Plano Brady ganhavam visibilidade, um conjunto de mecanismos especificamente concebidos para o tratamento da dívida dos países de baixo rendimento. De entre estes mecanismos, merece referência a **Debt Reduction Facility**, lançada em 1989, por iniciativa do Banco Mundial, para sustentar a recompra da dívida privada destes países (cujo peso, embora relativamente reduzido, era ainda significativo — cf. gráfico 1). Combinando donativos do Banco Mundial e bilaterais, esta facilidade permitiu reduzir em cerca de 85 por cento a dívida privada de mais que uma dúzia destes países, com um desconto médio de 87 por cento.

Ao nível da dívida oficial, importa referir que os países de baixo rendimento beneficiaram de apoios especiais praticamente desde o início da crise, como sejam a canalização de novos financiamentos de cariz concessional (tanto bilaterais como multilaterais) e o perdão de uma parte substancial da dívida associada à **ajuda pública ao desenvolvimento (APD)**. Porém, a sua especificidade só ganharia verdadeiramente expressão a partir de finais da década, quando se começou a evidenciar uma tendência para a concessão de alívios da dívida cada vez mais significativos ao nível do **Clube de Paris**⁽²⁾.

Tal assistência traduziu-se pela disponibilização de certas condições padronizadas para o referido alívio, periodicamente revistas no sentido de uma crescente concessionalidade, à medida que as dificuldades dos devedores deixavam patentes a sua ineficiência. O primeiro progresso importante neste sentido verificou-se em Junho de 1987, quando se decidiu alargar os prazos de reembolso, introduzindo um período de carência (**Termos de Veneza**). Cerca de um ano depois, os chamados

(2) Este organismo reunia os principais credores oficiais bilaterais, que assim conjugavam esforços para uma actuação concertada, canalizando assistência para os países devedores que se dispusessem a aplicar programas de ajustamento apoiados pelo FMI e pelo Banco Mundial.

TERMOS DE NÁPOLES — ASPECTOS PRINCIPAIS

Abrangência. Dívida bilateral oficial (créditos concedidos pelo Estado ou por este garantidos), contraída até uma data definida (dívida pré “cut-off date”).

Elegibilidade. Determinada casuisticamente pelos credores, de acordo com os níveis de rendimento e de endividamento dos países devedores.

Concessionalidade. Para a maioria dos países, uma redução até 67 por cento no VAL da dívida não-APD.

Opções. i) Alargamento dos prazos de reembolso para 23 anos, com seis de carência; ii) redução das taxas de juro, com reembolso até 33 anos; iii) períodos de carência e prazos de reembolso mais dilatados (respectivamente, 20 e 40 anos), mas sem redução do VAL da dívida. No caso da dívida APD, os prazos de reembolso são alargados para 40 anos, com 16 de carência, mantendo-se taxas de juro pelo menos tão concessionais como as anteriores.

Tipos de operações. i) reescalonamento de fluxos: altera o perfil do serviço da dívida elegível a liquidar no período de consolidação (em geral coincidente com a duração do programa de ajustamento apoiado pelo FMI); ii) operações de “stock”: para os países com um bom desempenho na aplicação do programa de ajustamento e na liquidação do serviço anteriormente reescalado, prevê-se uma redução do stock considerado, até 67 por cento em termos de VAL.

Termos de Toronto consagraram pela primeira vez a possibilidade de cancelamento parcial do serviço da dívida não-APD elegível, uma das três opções preconizadas para o respectivo tratamento, assentando as restantes na redução das taxas de juro e no alargamento dos prazos de reembolso — de onde resultaria uma redução máxima de 1/3 no VAL do serviço da dívida a liquidar no período de consolidação. Operacionais durante algum tempo, os Termos de Toronto acabariam por se revelar também ineficazes — dada a incapacidade dos devedores para se manterem solventes. Daí resultou, em Dezembro de 1991, a introdução dos **Termos de Londres** (ou Termos de Toronto reforçados), cuja inovação fundamental consistiu em alargar a redução do serviço da dívida não-APD elegível, agora para um máximo de 50 por cento em termos de VAL.

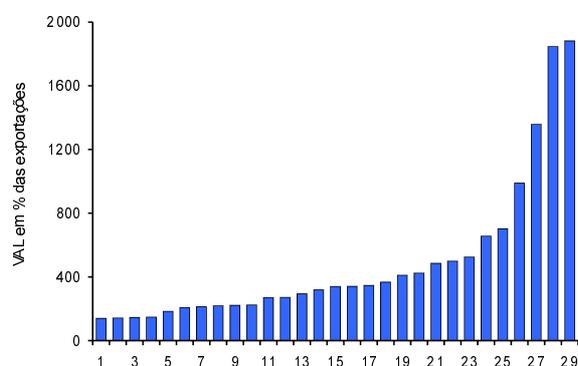
A persistente dificuldade dos devedores para satisfazerem as suas obrigações, mesmo com base nos Termos de Londres, e a disponibilidade dos credores para acentuarem o elemento de concessionalidade permitido conduziram à introdução dos **Termos de Nápoles**, em 1994. Estes alargaram o grau de concessionalidade para o equivalente a uma redução de até 67 por cento no VAL do serviço da dívida não-APD, ao mesmo tempo que pre-

viam a possibilidade de se alargar esse alívio, considerando a totalidade do *stock* elegível, indo assim além do mero reescalonamento dos fluxos a liquidar durante o período de consolidação (ideia introduzida, embora sem sequência significativa, pelos Termos de Londres). Esta última possibilidade estava condicionada à observância por parte dos países devedores de um bom desempenho, pelo menos ao longo de três anos, na aplicação dos programas de ajustamento estrutural apoiados pelo FMI — pretendendo-se desta forma facultar-lhes uma via para abandonarem definitivamente o processo cíclico de reescalamentos sucessivos.

3. A INICIATIVA FMI/BANCO MUNDIAL

No início da década em curso, o grau de alívio da dívida permitido pelos mecanismos que a comunidade internacional disponibilizava aos países devedores afigurava-se já suficiente para que boa parte deles conseguisse ultrapassar de forma satisfatória os constrangimentos associados à mesma. Todavia, em relação a diversos outros países parecia evidente que as proporções assumidas pelo fardo da dívida (cf. gráfico 2), face às respectivas debilidades estruturais, inviabilizavam uma gestão

Gráfico 2
DÍVIDA EXTERNA DOS HIPC
1995



Nota: Incluem-se apenas os 29 países para os quais existem dados disponíveis

Fonte: Boote e Thugge (1996).

adequada do respectivo serviço, mesmo utilizando integralmente tais mecanismos e aplicando de forma continuada políticas macroeconómicas consistentes.

Indo ao encontro das dificuldades sentidas pelos países pobres muito endividados, o FMI e o Banco Mundial desenvolveram, a partir de 1994, estudos que visavam avaliar o grau de sustentabilidade das respectivas dívidas, propondo estratégias alternativas caso as existentes se revelassem insuficientes. Central em tais análises, o **conceito de sustentabilidade da dívida** entende-se como uma situação em que os países devedores são capazes de satisfazer integralmente o respectivo serviço corrente e futuro, sem recurso a reescalamentos ou perdões adicionais e sem comprometer as perspectivas de crescimento económico.

Em termos operacionais, a sustentabilidade da dívida avalia-se em função de certos indicadores significativos, definindo um determinado horizonte temporal (cinco, dez ou mais anos), para o qual se projectam as principais variáveis macroeconómicas, confrontando-as com o perfil de reembolso da dívida. Assim, com base em estudos empíricos e numa discussão metodológica prolongada, estipulou-se considerar a dívida insustentável:

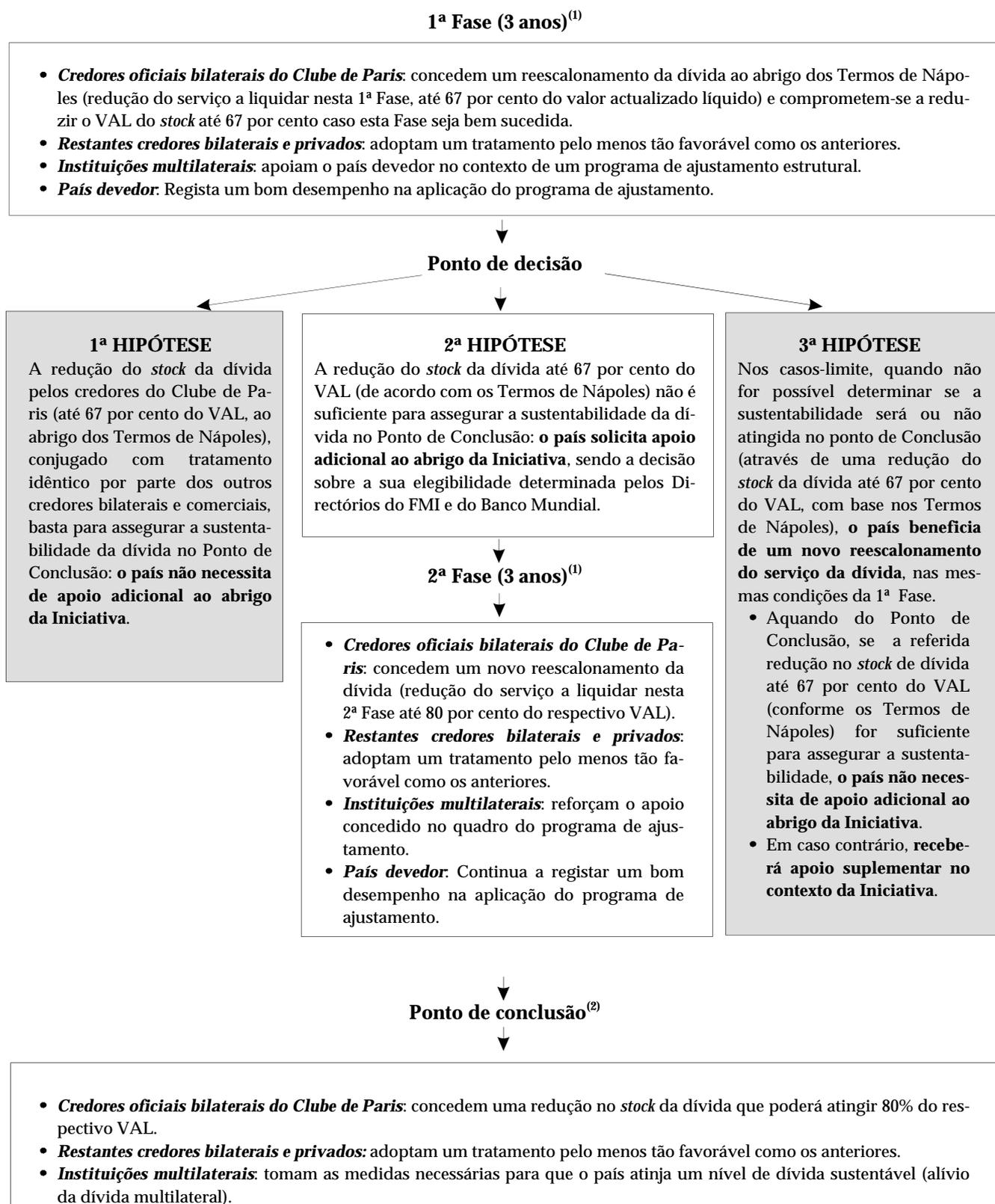
- i) se o rácio entre o respectivo VAL e as exportações ficar acima de um valor contido no intervalo crítico 200-250 por cento⁽³⁾;
- ii) ou se (mesmo quedando-se o rácio anterior abaixo de 200 por cento) o rácio entre o VAL da dívida e as receitas públicas ficar acima de 280 por cento, desde que o quociente exportações/PIB seja superior a 40 por cento (indicativo de uma economia relativamente aberta) e o quociente receitas públicas/PIB seja superior a 20 por cento (indicativo de uma punção fiscal minimamente exigente).

Na sequência de tais análises, assentes na referida metodologia⁽⁴⁾, constatou-se que os mecanismos existentes seriam de facto insuficientes para assegurar a sustentabilidade da dívida de vários dos países em causa. Surgiu assim a proposta de um novo mecanismo — dito **HIPC Initiative** — que viria a ser aprovado oficialmente durante a Assembleia Anual do FMI e do Banco Mundial, em Setembro de 1996. A concepção desta Iniciativa assentou em **seis princípios fundamentais**: i) assegurar a sustentabilidade da dívida total de cada país, permitindo-lhes a resolução definitiva do problema; ii) condicionar o alívio da dívida à observância, pelos países devedores, de um bom desempenho na aplicação de programas de ajustamento macroeconómico; iii) recorrer aos mecanismos já existentes, até ao respectivo limite; iv) assegurar a participação coordenada e equitativa de todos os credores nas medidas adicionais a emprender; v) salvaguardar a integridade financeira e o estatuto de credores privilegiados das instituições multilaterais; vi) estipular que os novos financiamentos a conceder aos países em causa deverão apresentar características concessionais.

(3) Para cada país seria estabelecido um valor específico (dentro do referido intervalo), a definir tomando em atenção factores de vulnerabilidade como a concentração e a volatilidade das exportações, a dependência da ajuda externa ou o volume de reservas, entre outros.

(4) Note-se que uma parte importante da dívida destes países tem características concessionais (taxas de juro inferiores às de mercado), pelo que o seu valor nominal sobreavalia a respectiva importância em relação à capacidade de reembolso, concluindo-se assim que o rácio VAL da dívida/exportações é um melhor indicador do fardo efectivo.

Figura 1 — INICIATIVA FMI/BANCO MUNDIAL



Notas:

(1) Os prazos em causa poderão ser encurtados consoante os casos.

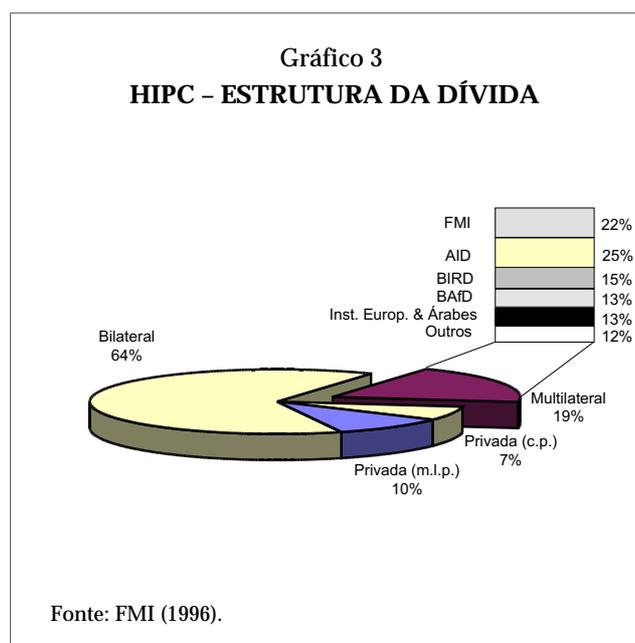
(2) Estão ainda em aberto diversas alternativas no que diz respeito à repartição do alívio a conceder pelos vários tipos de credores (*burden sharing*) quer para uma redução do VAL em 80 por cento, quer para ir além desse valor, nos casos em que seja necessário para assegurar a sustentabilidade da dívida.

Foi assim formulada, com base nos referidos princípios, a Iniciativa FMI/Banco Mundial (cf. figura 1), aberta aos países que satisfaçam um certo **conjunto de condições**: serem elegíveis para financiamentos da Associação Internacional para o Desenvolvimento e da Facilidade de Ajustamento Estrutural Reforçada⁽⁵⁾; iniciarem a aplicação de programas de ajustamento estrutural (caso não o tenham feito ainda) dentro dos dois anos seguintes à aprovação formal da Iniciativa; evidenciarem um bom desempenho quanto à aplicação dos referidos programas, nos termos da figura 1; apresentarem níveis insustentáveis de dívida, mesmo depois de terem beneficiado integralmente dos mecanismos de alívio tradicionais, conforme análises levadas a cabo pelos técnicos do FMI e do Banco Mundial e apreciadas pelos respectivos Directórios⁽⁶⁾. Muito embora o alívio a prestar ao abrigo da Iniciativa assumira importância crucial para a viabilidade económica dos potenciais beneficiários (cf. gráfico 2), os valores envolvidos, correspondentes à redução de dívida necessária, não vão além de USD 7.4 mil milhões (preços de 1996).

Um dos aspectos particularmente inovadores da Iniciativa é a possibilidade de os países devedores beneficiarem também, embora de forma indirecta, de um alívio da dívida multilateral (cerca de 1/5 do total, cf. gráfico 3) — através da criação de instrumentos que permitirão liquidar o respectivo serviço a partir do Ponto de Conclusão. No caso do Banco Mundial, o contributo para a Iniciativa deverá ser prestado sobretudo por via de um *Trust Fund*, a alimentar com recursos próprios do Banco e participações dos países interessados; no tocante ao FMI, prevê-se que os países beneficiários possam ser contemplados com “operações especiais da ESAF” — traduzidas por donativos ou empréstimos especialmente concessionais. Ainda em relação ao FMI, espera-se que os recursos necessários

(5) Respectivamente, a agência do Banco Mundial vocacionada para conceder empréstimos em condições especialmente favoráveis (*International Development Association, IDA*) e o instrumento financeiro criado pelo FMI para acudir às necessidades específicas dos países de baixo rendimento (*Enhanced Structural Adjustment Facility, ESAF*).

(6) No contexto de tais análises, a apresentar aquando do Ponto de Decisão, seriam definidos (em função dos factores de vulnerabilidade) os valores de referência específicos para os rácios VAL da dívida/exportações a respeitar por cada país aquando do Ponto de Conclusão (cf. figura 1).



para sustentar a respectiva participação na Iniciativa sejam assegurados sobretudo através de contribuições bilaterais — solicitadas conjuntamente para este efeito e para suportar a reforma da ESAF⁽⁷⁾.

Desde a aprovação formal da Iniciativa, em Setembro de 1996, vêm sendo considerados os casos de diversos candidatos — nomeadamente países que apresentam históricos de desempenho bastante positivos no tocante à aplicação dos programas de ajustamento. Assim, foram já seleccionados quatro países, todos eles beneficiários de reduções substanciais nos prazos previstos: o Uganda (Ponto de Decisão em Abril de 1997 e Ponto de Conclusão em Abril de 1998), a Bolívia (Setembro de 1997 e Setembro de 1998), o Burkina Faso (Setembro de 1997 e Abril de 2000), e a Guiana (Dezembro de 1997 e Dezembro de 1998), tendo este último país sido o primeiro contemplado ao abrigo do critério de sustentabilidade assente no rácio entre o VAL

(7) Trata-se essencialmente de assegurar a sua continuidade em moldes auto-sustentados (funcionando indefinidamente sem requerer meios financeiros adicionais), o que será viável a partir de 2004-05. Como os recursos da actual ESAF deverão estar esgotados por volta de 1999-2000, será necessário viabilizar financeiramente a continuação das operações durante esse período intermédio (através da criação de uma “ESAF interina”). Tal como havia sucedido em 1994, quando se decidiu prolongar a ESAF original (cujos recursos financeiros por essa altura se esgotaram), as autoridades portuguesas foram abordadas no sentido de prestarem também um contributo, tendo já manifestado a sua disponibilidade de princípio para tanto.

da dívida e as receitas públicas. De entre os restantes casos mais avançados, sobressai Moçambique, bem sucedido nos esforços de ajustamento mas prejudicado pelo peso particularmente elevado que a sua dívida assume. Com efeito, esta será ainda insustentável, aquando do Ponto de Conclusão previsto, caso o alívio a conceder pelos credores não vá além dos 80 por cento, estando em discussão entre bilaterais e multilaterais a partilha do apoio remanescente a prestar.

4. IMPACTO MACROECONÓMICO, *DEBT OVERHANG* E COMPATIBILIZAÇÃO DE INCENTIVOS

Os contornos assumidos pela “crise da dívida” que atingiu a generalidade dos países em desenvolvimento no início dos anos oitenta — nomeadamente a sua repercussão sobre o sistema financeiro internacional e a dimensão das suas implicações para os países devedores — determinaram um recrudescimento do interesse suscitado por esta temática junto da comunidade científica, em interligação com as iniciativas paralelamente promovidas pelos decisores políticos. Particularmente crucial neste contexto é a análise do impacto exercido sobre o desempenho económico dos países devedores por um volume excessivo de dívida externa, ou seja em que medida esta funciona como um dos factores que contribuem para um ritmo de crescimento relativamente fraco e uma maior lentidão na introdução de reformas. De entre as diversas vias pelas quais o referido impacto se faz sentir, merecem habitualmente destaque (cf. FMI, 1996, por exemplo): o *crowding out* do investimento pelo serviço da dívida, a limitação no acesso aos mercados internacionais de capitais, o acréscimo da incerteza e a chamada *debt overhang*.

No que diz respeito ao primeiro aspecto, trata-se do efeito sobre os níveis de investimento em determinado período que resulta da necessidade de satisfazer o serviço da dívida contemporâneo, num contexto de recursos escassos. Assim, quanto mais elevado for o serviço da dívida, menos recursos ficam disponíveis para financiar o investimento corrente, mantendo o consumo constante — efeito de *crowding out* identificado por Cohen (1993). Este factor pode ser considerado especial-

mente relevante no caso dos potenciais beneficiários da Iniciativa, dadas as suas elevadas necessidades de investimento, determinadas pela dimensão das respectivas carências estruturais.

Um segundo aspecto tem a ver com as consequências que resultam da dificuldade em aceder aos mercados financeiros internacionais quando a dívida acumulada atinge dimensões excessivas, levantando-se dúvidas acerca da capacidade para assegurar o serviço futuro. Em tais circunstâncias, os mercados internacionais não estarão disponíveis para conceder novos financiamentos (além da reforma dos créditos existentes, em boa medida involuntária) fenómeno designado na literatura por **racionamento de crédito** (cf. Borensztein, 1990) e correspondente a uma situação em que as taxas de juro internas são superiores às internacionais, em termos reais, daí resultando um desincentivo ao investimento directo. Ao contrário da situação anterior, este aspecto afigura-se menos influente no tocante aos países pobres muito endividados, pois a maior parte deles teria provavelmente grande dificuldade em atrair um volume significativo de capitais estrangeiros, a curto/médio prazo, mesmo na ausência do problema que a dívida representa.

Igualmente importante é o aumento da **incerteza** geral na economia decorrente do excesso de dívida — que gera instabilidade, prejudicando assim uma afectação eficiente de recursos. Além dos elementos de maior ou menor incerteza associados ao tipo de estratégia adoptada para o alívio da dívida (cf. abaixo), a eventual incapacidade para satisfazer na íntegra as obrigações associadas a esta última poderá, desde logo, ter implicações sobretudo a dois níveis. Por um lado, funcionando como um factor de incerteza quanto ao volume de recursos internos que acabará por lhe ser efectivamente afectado; por outro lado, visto que se trata sobretudo de dívida pública, levantando suspeitas quanto à forma como as autoridades poderão procurar obter receitas compatíveis com tais encargos — traços que assumem particular significado no caso dos países pobres muito endividados.

Por fim, o quarto dos principais efeitos negativos da dívida neste contexto, frequentemente destacado quando se discute a melhor estratégia para o respectivo alívio, é o impacto da chamada ***debt overhang***. Entende-se por esta última uma situação em que o peso da dívida atinge proporções

tais que o seu serviço futuro se torna função crescente do nível de actividade económica — à medida que o crescimento se intensifica, as expectativas de reembolso aumentam. Daí resulta a ideia de que, nestas circunstâncias, existe um imposto implícito que funciona como um mecanismo desincentivador do investimento corrente (e, em geral, de qualquer iniciativa orientada para a promoção do crescimento). A dimensão da dívida e a necessidade de investimento que os países pobres muito endividados evidenciam permitem supor que se trata de um factor importante no caso destes.

Quando o ónus da dívida suportado por um determinado país se torna excessivamente elevado, a ponto de se colocar em dúvida as possibilidades de reembolso nas condições previstas, os agentes envolvidos vêem-se colocados perante **três opções** (cf. FMI, 1996): uma estratégia passiva, deixando acumular atrasados, e duas estratégias activas — refinarciar os débitos existentes, para assegurar o respectivo serviço, ou reduzir as obrigações vigentes, através de um alívio do *stock* ou do serviço da dívida.

Considerando que em tal situação existem essencialmente dois tipos de agentes, devedores e credores, a estratégia óptima para atacar o problema será aquela que concilie um máximo de utilidade para ambos, através da conjugação de incentivos adequados. No que diz respeito aos credores (a quem, aliás, cabe geralmente tomar a iniciativa), verifica-se que a consideração isolada dos seus interesses leva à opção por uma estratégia de refinanciamento, mesmo na presença de *debt overhang* — ou seja, mesmo admitindo eles que o valor facial dos seus créditos é superior ao valor actualizado dos recursos potencialmente mobilizáveis para liquidar o serviço futuro.

A referida ideia pode ser ilustrada através de um exemplo (Krugman, 1988), assumindo as seguintes hipóteses fundamentais: dois momentos (1 e 2), no primeiro dos quais existe uma dívida herdada (D), a liquidar nessa mesma altura; o país devedor pretende satisfazer esse compromisso com recursos próprios (x_1), de montante conhecido, complementados pela contratação de um empréstimo (L , com $L = D - x_1$), a reembolsar no momento 2; este reembolso será assegurado através da transferência de recursos próprios que assumirão um de dois valores, consoante a evolução económica

seja favorável (x_{2G}) ou desfavorável (x_{2B}); estes dois estados terão probabilidades de ocorrência p e $(1-p)$, respectivamente, admitindo-se a possibilidade de reembolso integral apenas no primeiro caso.

A disponibilização de L estará assegurada caso se verifique a condição de solvabilidade:

$$[px_{2G} + (1-p)x_{2B}](1+i)^{-1} > L \quad (1),$$

(sendo i o custo de oportunidade do capital para os credores), ou seja caso o valor actualizado do reembolso esperado ultrapasse o montante do empréstimo — o país terá assim capacidade para satisfazer os seus compromissos, sendo portanto solvente. Note-se que (1) pode também ser encarada como **condição suficiente** para o desembolso do financiamento necessário, conforme facilmente se depreende da seguinte formulação alternativa:

$$r > i_L = [px_{2G} + (1-p)x_{2B}]L^{-1} - 1 > i \quad (1'),$$

sendo r a taxa máxima admissível, tal que $L(1+r) = x_{2G}$, situação em que os credores receberiam a totalidade dos recursos transferíveis; e sendo i_L a taxa à qual L é contratado, com $i_L = i_L(p)$ e $i_L' > 0$, na medida em que é directamente proporcional às expectativas assumidas quanto à capacidade de reembolso futura do devedor. Em particular, $i_L > i$ determina uma oportunidade de investimento superior às condições de mercado, pelo que qualquer financiador (com uma atitude neutra face ao risco) estaria disposto a conceder L , independentemente de ser já, à partida, credor do país em causa.

Sucede porém que (1) é apenas condição suficiente, mas não necessária, de disponibilização do financiamento — caso ela não seja satisfeita, o país devedor não enfrentará necessariamente uma crise de liquidez. Com efeito, esta determinaria uma situação de **incumprimento** (*default*) que não interessa aos credores originais, pois parece óbvio que nesse caso o reembolso efectivo seria inferior ao potencial, pelo que eles continuarão dispostos a conceder o refinanciamento pretendido mesmo se o país não for solvente. De facto, é razoável admitir que o montante actualizado dos recursos que os credores pensam receber em caso de incumprimento

mento assume um valor Z , inferior ao reembolso potencial, tal que:

$$Z < x_1 + [px_{2C} + (1-p)x_{2B}] / (1+i) < D \quad (2),$$

Note-se que esta estratégia, óptima para os credores, poderá nem sequer lhes determinar perdas *ex-post*, na medida em que mantém aberta a possibilidade de um reembolso integral. Por outro lado, trata-se de uma opção que já só interessa aos **credores iniciais**, pois nenhum outro financiador se disporia a participar numa operação deste tipo, com devedores considerados desde logo insolventes. Finalmente, os credores iniciais só terão interesse em optar por esta solução se o fizerem de forma concertada, visto que para cada credor individual seria naturalmente preferível não conceder novos financiamentos, deixando para os restantes o ónus do risco — problema de *free riding* (identificado, entre outros, por Cline, 1983) que reflecte bem o carácter de bem público da estratégia em causa.

Assim, mesmo prevendo uma perda, os credores iniciais teriam sempre um incentivo para conceder novos financiamentos, por forma a preservar o valor dos seus créditos. Aparentemente, portanto, a segunda estratégia activa admissível (redução de dívida) seria sempre preterida pelos credores em favor do refinanciamento. No entanto, este resultado já não prevalece se a consideração dos **incentivos aos devedores** for introduzida na análise. De facto, o reembolso potencial por parte de um devedor não é independente do volume da sua dívida, sendo função do esforço de ajustamento a desenvolver pelo país com vista ao aumento da sua capacidade para gerar recursos no futuro. Caso o montante máximo destes últimos (correspondente a um esforço de ajustamento levado ao limite suportável) fosse inferior ao ónus da dívida, estaríamos perante uma situação de *debt overhang*. Em tais circunstâncias, todos os benefícios seriam apropriados pelos credores, não havendo incentivo para os devedores levarem a cabo o ajustamento.

Recorrendo ao mesmo exemplo atrás exposto, considere-se agora uma situação extrema, em que o montante dos recursos potencialmente transferíveis no momento 2 depende apenas do **esforço de ajustamento** dos devedores (cf. Sachs 1986). Con-

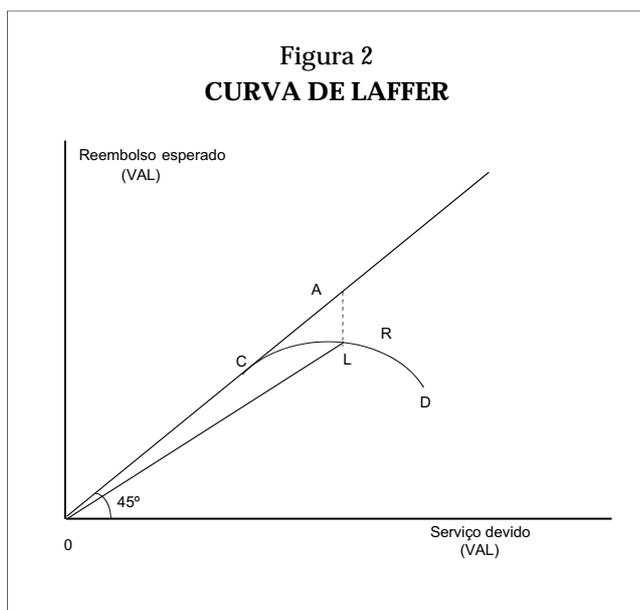
sidera-se, assim, que p já não é exógena, passando a ser encarada como uma função crescente do esforço de ajustamento A : $p = h(A)$, com $h' > 0$. Nesta situação, a taxa óptima para os credores, i_L , será também, por sua vez, função crescente de A : $i_L = g(A)$, com $g' > 0$.

Contudo, perante uma taxa de juro determinada por esta via — em que os credores se assumem como beneficiários marginais (*residual claimants*) do esforço de ajustamento — os devedores não terão qualquer incentivo para introduzirem medidas de ajustamento, pelo que a capacidade de reembolso futuro resultaria diminuída. Por conseguinte, pode ser do interesse dos credores a aceitação de uma taxa de juro inferior a i_L , definindo-se assim uma **taxa de equilíbrio** \tilde{i}^* , suficientemente baixa para que os devedores sejam incentivados a aplicar o ajustamento óptimo. Se compararmos o reembolso esperado usando \tilde{i}^* e usando i_L , verificamos que a redução da taxa de juro, correspondente a uma diminuição do VAL da dívida, acabará por resultar num aumento do seu valor de mercado. Conclui-se finalmente que o **cruzamento entre os incentivos** a devedores e a credores pode determinar uma preferência pela estratégia de redução da dívida, quando esta é excessiva (*debt overhang*).

O recurso a um diagrama ilustra bem o fenómeno em causa (cf. Krugman, 1989). Na figura 2 está representada uma relação entre o VAL do serviço da dívida previsto (eixo das ordenadas) e o VAL dos compromissos (eixo das abcissas). Para níveis reduzidos de dívida, é admissível que o país devedor possa reembolsar integralmente o serviço devido (segmento 0C). No entanto, à medida que o fardo da dívida aumenta, a probabilidade de incumprimento torna-se cada vez maior (curva CD). Assim, o declive de qualquer segmento como 0L, por exemplo, corresponde ao preço-sombra da dívida no mercado secundário, sendo que AL traduz o respectivo desconto.

Uma vez que a redução da dívida atenua a distorção sobre o investimento causada pelo imposto implícito, a probabilidade de reembolso da parcela remanescente da dívida aumenta. Se este efeito for suficientemente forte, a redução da dívida funcionará como um “jogo de soma positiva”, beneficiando também os credores, para além dos devedores — benefício esse que se traduz por um aumen-

Figura 2
CURVA DE LAFFER



to no reembolso esperado. Estaríamos, pois, perante uma situação em que o país devedor se encontra no “lado errado” da curva CD (ou seja na sua parte decrescente), visto que em caso contrário a redução da dívida não aumentaria o reembolso esperado, deixando de beneficiar os credores⁽⁸⁾. A referida curva apresenta semelhanças assinaláveis com a **Curva de Laffer** utilizada no contexto das finanças públicas — tal como a receita fiscal pode aumentar com um corte da taxa de imposto, também o reembolso esperado pode ser superior com uma redução da respectiva dívida.

Para além do raciocínio acima exposto, assente na teoria da *debt overhang*, podem ainda ser adiantadas outras razões para a preferência por uma estratégia de redução da dívida — a mais relevante das quais consiste na **diminuição da incerteza**⁽⁹⁾. Além de ser uma das principais distorções que resultam da acumulação excessiva de dívida, conforme acima referido, a incerteza tende também a acentuar-se caso se opte por uma estratégia de refinanciamento. Com efeito, este é habitualmente

concedido de forma faseada e condicionada, ficando os desembolsos dependentes do esforço de ajustamento, em grande medida função de factores exógenos.

Por fim, uma crítica frequentemente apontada às estratégias activas empregues para fazer face a situações de “crise da dívida” é a possibilidade de suscitarem problemas de **risco moral** (*moral hazard*) — isto é, os devedores podem assumir que, caso a sua situação não melhore, beneficiarão de tratamento adicional, pelo que não têm incentivo para levar a cabo esforços tendentes ao aumento da sua capacidade de reembolso futuro⁽¹⁰⁾. Por forma a minimizar este risco, as estratégias de refinanciamento incorporam habitualmente um elemento de condicionalidade, ou seja os novos créditos são desembolsados faseadamente e sob condição de um bom desempenho na aplicação de programas de ajustamento macroeconómico. Esta relativa desvantagem das estratégias de redução da dívida poderá, no entanto, ser mitigada se for imposta como condição prévia a aplicação continuada e bem sucedida de programas deste tipo — conforme se verifica no caso da Iniciativa FMI/Banco Mundial.

5. CONCLUSÃO

O contraste entre a recuperação evidenciada pelos países devedores de médio rendimento e as dificuldades com que os países de baixo rendimento continuaram a debater-se marcou a evolução das estratégias para a ultrapassagem da “crise da dívida”. Assim, a consideração dos méritos relativos das duas opções relevantes — redução ou refinanciamento — tendeu a dar cada vez maior primazia à primeira, nos casos em que sejam comprovados efeitos adversos significativos da dívida sobre o desempenho económico.

(8) Note-se que qualquer ponto da curva CD tem implícito um desconto no mercado secundário, pelo que a mera existência deste não basta para os credores beneficiarem com a opção de reduzir dívida.

(9) Um documento recente do FMI (cf. Carlson, Husain e Zimmerman, 1997) adianta outra proposta inovadora como justificação para se reduzir a dívida. Sustentam os autores que a ideia de redução poderia estar já implícita nos contratos de financiamento, traduzida por um prémio de risco, prevenindo ocorrências adversas fora do controlo das partes.

(10) Para além deste tipo de risco moral, característico dos países muito endividados (como os potenciais beneficiários da Iniciativa), merece também destaque uma outra categoria — mais frequentemente tratada e independente do nível inicial da dívida — que consiste no incentivo ao endividamento resultante da percepção de que os credores estarão dispostos a conceder o alívio necessário em caso de evolução desfavorável. De acordo com esta ideia, os mecanismos de alívio da dívida tenderiam a aumentar a probabilidade de crises futuras

É precisamente a avaliação das dimensões assumidas por este fenómeno de *debt overhang* que se pretende efectuar através das análises de sustentabilidade da dívida previstas no contexto da Iniciativa FMI/Banco Mundial. Caso tais análises determinem que os recursos disponíveis no futuro serão insuficientes para liquidar o serviço da dívida, mesmo utilizando integralmente os mecanismos de alívio existentes, preconiza-se uma substancial redução da mesma. Importa, porém, sublinhar ainda que o eventual sucesso da Iniciativa na remoção da dívida enquanto obstáculo importante ao desenvolvimento económico não é por si só suficiente, impondo-se quer a continuação do afluxo de capitais externos quer a manutenção do esforço de ajustamento por parte dos países devedores.

REFERÊNCIAS

- Banco Mundial (1997). "Global Development Finance".
- Banco Mundial (várias edições). "World Debt Tables".
- Boote A. R. e K. Thugge (1997). "Debt Relief for Low-Income Countries; The HIPC Initiative", FMI, *Pamphlet Series*, nº 51
- Borensztein E. (1990). "Debt Overhang, Credit Rationing and Investment", *Journal of Development Economics*, Abril, pp. 315 a 335.
- Carlson J., A. Husain e J. Zimmerman (1997). "Debt Reduction and New Loans: A Contracting Perspective", FMI, *Working Paper*, Agosto.
- Cline W. (1983). "International Debt and the Stability of the World Economy", Institute for International Economics, *Policy Analyses in International Economics*, Setembro, nº4.
- Cohen D. (1993). "Low Investment and Large LDC Debt in the 1980s", *American Economic Review*, Junho, pp.437 a 449.
- Fundo Monetário Internacional (1996). "Analytical Aspects of the Debt Problems of Heavily Indebted Poor Countries", Janeiro.
- Krugman P. (1988). "Financing versus Forgiving a Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, 29, pp. 253 a 268.
- Krugman P. (1989). "Market-based Debt Reduction Schemes", FMI, *Analytical Issues in Debt*, pp. 258 a 278.

ESTUDOS E DOCUMENTOS DE TRABALHO / WORKING PAPERS

- 1/90** PRODUTO POTENCIAL, DESEMPREGO E INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo para o período 1974-1989
— Carlos Robalo Marques
- 2/90** INFLAÇÃO EM PORTUGAL
Um estudo econométrico para o período 1965-1989, com projecções para 1990 e 1991
— Carlos Robalo Marques
- 3/92** THE EFFECTS OF LIQUIDITY CONSTRAINTS ON CONSUMPTION BEHAVIOUR
The Portuguese Experience
— Sílvia Luz
- 4/92** LOW FREQUENCY FILTERING AND REAL BUSINESS CYCLES
— Robert G. King, Sérgio T. Rebelo
- 5/92** GROWTH IN OPEN ECONOMIES
— Sérgio Rebelo
- 6/92** DYNAMIC OPTIMAL TAXATION IN SMALL OPEN ECONOMIES
— Isabel H. Correia
- 7/92** EXTERNAL DEBT AND ECONOMIC GROWTH
— Isabel H. Correia
- 8/92** BUSINESS CYCLES FROM 1850 TO 1950: NEW FACTS ABOUT OLD DATA
— Isabel H. Correia, João L. Neves, Sérgio Rebelo
- 9/92** LABOUR HOARDING AND THE BUSINESS CYCLE
— Craig Burnside, Martin Eichenbaum, Sérgio Rebelo
- 10/92** ANALYSIS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN PORTUGAL USING PANEL DATA
— Luísa Farinha
- 11/92** INFLATION IN FIXED EXCHANGE RATE REGIMES:
THE RECENT PORTUGUESE EXPERIENCE
— Sérgio Rebelo
- 12/92** TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES IN PORTUGAL
— Armindo Escalda
- 13/92** AUCTIONING INCENTIVE CONTRACTS: THE COMMON COST CASE
— Fernando Branco
- 14/92** INDEXED DEBT AND PRODUCTION EFFICIENCY
— António S. Mello, John Parsons
- 15/92** “TESTING ” FOR MEAN AND VARIANCE BREAKS WITH DEPENDENT DATA
— José A. F. Machado
- 16/92** COINTEGRATION AND DYNAMIC SPECIFICATION
— Carlos Robalo Marques

- 17/92 FIRM GROWTH DURING INFANCY
— José Mata
- 18/92 THE DISTRIBUTION OF HOUSEHOLD INCOME AND EXPENDITURE IN PORTUGAL: 1980 and 1990
— Miguel Gouveia, José Tavares
- 19/92 THE DESIGN OF MULTIDIMENSIONAL AUCTIONS
— Fernando Branco
- 20/92 MARGINAL INCOME TAX RATES AND ECONOMIC GROWTH IN DEVELOPING COUNTRIES
— Sérgio Rebelo, William Easterly
- 21/92 THE EFFECT OF DEMAND AND TECHNOLOGICAL CONDITIONS ON THE LIFE EXPECTANCY OF NEW FIRMS
— José Mata, Pedro Portugal
- 22/92 TRANSITIONAL DYNAMICS AND ECONOMIC GROWTH IN THE NEOCLASSICAL MODEL
— Robert G. King, Sérgio Rebelo
- 23/92 AN INTEGRATED MODEL OF MULTINATIONAL FLEXIBILITY AND FINANCIAL HEDGING
— António S. Mello, Alexander J. Triantis
- 24/92 CHOOSING AN AGGREGATE FOR MONETARY POLICY: A COINTEGRATION APPROACH
— Carlos Robalo Marques, Margarida Catalão Lopes
- 25/92 INVESTMENT: CREDIT CONSTRAINTS, REGULATED INTEREST RATES AND EXPECTATIONS OF FINANCIAL LIBERALIZATION – THE PORTUGUESE EXPERIENCE
— Koleman Strumpf
- 1/93 SUNK COSTS AND THE DYNAMICS OF ENTRY
— José Mata
- 2/93 POLICY, TECHNOLOGY ADOPTION AND GROWTH
— William Easterly, Robert King, Ross Levine, Sérgio Rebelo
- 3/93 OPTIMAL AUCTIONS OF A DIVISIBLE GOOD
— Fernando Branco
- 4/93 EXCHANGE RATE EXPECTATIONS IN INTERNATIONAL OLIGOLOGY
— Luís Cabral, António S. Mello
- 5/93 A MODEL OF BRANCHING WITH AN APPLICATION TO PORTUGUESE BANKING
— Luís Cabral, W. Robert Majure
- 6/93 HOW DOES NEW FIRM SURVIVAL VARY ACROSS INDUSTRIES AND TIME?
— José Mata, Pedro Portugal
- 7/93 DO NOISE TRADERS “CREATE THEIR OWN SPACE”?
— Ravi Bhushan, David P. Brown, António S. Mello
- 8/93 MARKET POWER MEASUREMENT – AN APPLICATION TO THE PORTUGUESE CREDIT MARKET
— Margarida Catalão Lopes
- 9/93 CURRENCY SUBSTITUTABILITY AS A SOURCE OF INFLATION DISCIPLINE
— Pedro Teles

- 10/93** BUDGET IMPLICATIONS OF MONETARY COORDINATION IN THE EUROPEAN COMMUNITY
— Pedro Teles
- 11/93** THE DETERMINANTS OF FIRM START-UP SIZE
— José Mata
- 12/93** FIRM START-UP SIZE: A CONDITIONAL QUANTILE APPROACH
— José Mata, José A. F. Machado
- 13/93** FISCAL POLICY AND ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION
— William Easterly, Sérgio Rebelo
- 14/93** BETA ESTIMATION IN THE PORTUGUESE THIN STOCK MARKET
— Armindo Escalda
- 15/93** SHOULD CAPITAL INCOME BE TAXED IN THE STEADY STATE?
— Isabel H. Correia
- 16/93** BUSINESS CYCLES IN A SMALL OPEN ECONOMY
— Isabel H. Correia, João C. Neves, Sérgio Rebelo
- 17/93** OPTIMAL TAXATION AND CAPITAL MOBILITY
— Isabel H. Correia
- 18/93** A COMPOSITE COINCIDENT INDICATOR FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Craveiro Dias
- 19/93** PORTUGUESE PRICES BEFORE 1947: INCONSISTENCY BETWEEN THE OBSERVED COST OF LIVING INDEX AND THE GDP PRICE ESTIMATION OF NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Paulo Soares Esteves
- 20/93** EVOLUTION OF PORTUGUESE EXPORT MARKET SHARES (1981-91)
— Cristina Manteu, Ildeberta Abreu
- 1/94** PROCUREMENT FAVORITISM AND TECHNOLOGY ADOPTION
— Fernando Branco
- 2/94** WAGE RIGIDITY AND JOB MISMATCH IN EUROPE: SOME EVIDENCE
— Sílvia Luz, Maximiano Pinheiro
- 3/94** A CORRECTION OF THE CURRENT CONSUMPTION INDICATOR – AN APPLICATION OF THE INTERVENTION ANALYSIS APPROACH
— Renata Mesquita
- 4/94** PORTUGUESE GDP AND ITS DEFLATOR BEFORE 1947: A REVISION OF THE DATA PRODUCED BY NUNES, MATA AND VALÉRIO (1989)
— Carlos Robalo Marques, Paulo Soares Esteves
- 5/94** EXCHANGE RATE RISK IN THE EMS AFTER THE WIDENING OF THE BANDS IN AUGUST 1993
— Joaquim Pires Pina
- 6/94** FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM POST-ENTRY PERFORMANCE
— Paulo Brito, António S. Mello
- 7/94** STRUCTURAL VAR ESTIMATION WITH EXOGENEITY RESTRICTIONS
— Francisco C. Dias, José A. F. Machado, Maximiano R. Pinheiro

- 8/94 TREASURY BILL AUCTIONS WITH UNINFORMED BIDDERS
— Fernando Branco
- 9/94 AUCTIONS OF SHARES WITH A SECONDARY MARKET AND TENDER OFFERS
— António S. Mello, John E. Parsons
- 10/94 MONEY AS AN INTERMEDIATE GOOD AND THE WELFARE COST OF THE INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 11/94 THE STABILITY OF PORTUGUESE RISK MEASURES
— Armindo Escalda
- 1/95 THE SURVIVAL OF NEW PLANTS: START-UP CONDITIONS AND POST-ENTRY EVOLUTION
— José Mata, Pedro Portugal, Paulo Guimarães
- 2/95 MULTI-OBJECT AUCTIONS: ON THE USE OF COMBINATIONAL BIDS
— Fernando Branco
- 3/95 AN INDEX OF LEADING INDICATORS FOR THE PORTUGUESE ECONOMY
— Francisco Ferreira Gomes
- 4/95 IS THE FRIEDMAN RULE OPTIMAL WHEN MONEY IS AN INTERMEDIATE GOOD?
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 5/95 HOW DO NEW FIRM STARTS VARY ACROSS INDUSTRIES AND OVER TIME?
— José Mata
- 6/95 PROCUREMENT FAVORITISM IN HIGH TECHNOLOGY
— Fernando Branco
- 7/95 MARKETS, ENTREPRENEURS AND THE SIZE OF NEW FIRMS
— José Mata
- 1/96 CONVERGENCE ACROSS EU COUNTRIES: INFLATION AND SAVINGS RATES ON PHYSICAL AND HUMAN CAPITAL
— Paulo Soares Esteves
- 2/96 THE OPTIMAL INFLATION TAX
— Isabel Correia, Pedro Teles
- 3/96 FISCAL RULES OF INCOME TRANSFORMATION
— Isabel H. Correia
- 4/96 ON THE EFFICIENCY AND EQUITY TRADE-OFF
— Isabel H. Correia
- 5/96 DISTRIBUTIONAL EFFECTS OF THE ELIMINATION OF CAPITAL TAXATION
— Isabel H. Correia
- 6/96 LOCAL DYNAMICS FOR SPHERICAL OPTIMAL CONTROL PROBLEMS
— Paulo Brito
- 7/96 A MONEY DEMAND FUNCTION FOR PORTUGAL
— João Sousa
- 8/96 COMPARATIVE EXPORT BEHAVIOUR OF FOREIGN AND DOMESTIC FIRMS IN PORTUGAL
— Sonia Cabral
- 9/96 PUBLIC CAPITAL ACCUMULATION AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN THE U.S.
— Alfredo Marvão Pereira, Rafael Flores de Frutos

- 10/96** IMPORTED CAPITAL AND DOMESTIC GROWTH: A COMPARISON BETWEEN EAST ASIA AND LATIN AMERICA
— Ling-ling Huang, Alfredo Marvão Pereira
- 11/96** ON THE EFFECTS OF PUBLIC AND PRIVATE R&D
— Robert B. Archibald, Alfredo Marvão Pereira
- 12/96** EXPORT GROWTH AND DOMESTIC PERFORMANCE
— Alfredo Marvão Pereira, Zhenhui Xu
- 13/96** INFRASTRUCTURES AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE IN SPAIN
— Alfredo Marvão Pereira, Oriol Roca Sagales
- 14/96** PUBLIC INVESTMENT AND PRIVATE SECTOR PERFORMANCE: INTERNATIONAL EVIDENCE
— Alfredo Marvão Pereira, Norman Morin
- 15/96** COMPETITION POLICY IN PORTUGAL
— Pedro P. Barros, José Mata
- 16/96** THE IMPACT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE PORTUGUESE ECONOMY
— Luísa Farinha, José Mata
- 17/96** THE TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES: A COMPARISON OF ALTERNATIVE ESTIMATION METHODS WITH AN APPLICATION TO PORTUGAL
— Nuno Cassola, Jorge Barros Luís
- 18/96** SHORT-AND LONG-TERM JOBLESSNESS: A SEMI-PARAMETRIC MODEL WITH TIME -VARYING EFFECTS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 19/96** SOME SPECIFICATION ISSUES IN UNEMPLOYMENT DURATION ANALYSIS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 20/96** SEQUENTIAL AUCTIONS WITH SYNERGIES: AN EXAMPLE
— Fernando Branco
- 21/96** HEDGING WINNER'S CURSE WITH MULTIPLE BIDS: EVIDENCE FROM THE PORTUGUESE TREASURY BILL AUCTION
— Michael B. Gordy
- 22/96** THE BRICKS OF AN EMPIRE 1415-1999: 585 YEARS OF PORTUGUESE EMIGRATION
— Stanley L. Engerman, João César das Neves
- 1/97** LOCAL DYNAMICS FOR PLANAR OPTIMAL CONTROL PROBLEMS: A COMPLETE CHARACTERIZATION
— Paulo Brito
- 2/97** INTERNATIONAL PORTFOLIO CHOICE
— Bernardino Adão, Nuno Ribeiro
- 3/97** UNEMPLOYMENT INSURANCE AND JOBLESSNESS: A DISCRETE DURATION MODEL WITH MULTIPLE DESTINATIONS
— Pedro Portugal, John T. Addison
- 4/97** THE TREASURY BILL MARKET IN PORTUGAL: INSTITUTIONAL ISSUES AND PROFIT MARGINS OF FINANCIAL INSTITUTIONS
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís

- 5/97** **ECONOMETRIC MODELLING OF THE SHORT-TERM INTEREST RATE: AN APPLICATION TO PORTUGAL**
— Nuno Cassola, João Nicolau, João Sousa
- 6/97** **ESTIMATION OF THE NAIRU FOR THE PORTUGUESE ECONOMY**
— Carlos Robalo Marques, Susana Botas
- 7/97** **EXTRACTION OF INTEREST RATE DIFFERENTIALS IMPLICIT IN OPTIONS: THE CASE OF SPAIN AND ITALY IN THE EUROPEAN MONETARY UNION**
— Bernardino Adão, Jorge Barros Luís
- 1/98** **A COMPARATIVE STUDY OF THE PORTUGUESE AND SPANISH LABOUR MARKETS**
— Olympia Bover, Pilar Garcia-Perea, Pedro Portugal