

INTERVENÇÃO DO GOVERNADOR DO BANCO DE PORTUGAL NA ABERTURA DO
15º ENCONTRO DE BANCOS CENTRAIS DOS PALOP, DE PORTUGAL
E DE TIMOR-LESTE

20 de Setembro de 2005

Senhores Embaixadores

Senhores Governadores

Minhas Senhoras e meus Senhores

Começo por agradecer a presença de todos neste 15º Encontro de Bancos Centrais dos PALOP, de Portugal e de Timor-Leste. Continuamos assim uma tradição que tem servido para reforçar laços de cooperação entre as nossas instituições. As acções de cooperação desenvolvidas ao longo de 2005 reflectem essencialmente a consolidação de importantes reformas nos bancos centrais dos PALOP e de Timor-Leste, nomeadamente no que se refere ao desenvolvimento dos mercados monetários e cambiais e ao reforço da actividade de supervisão do sistema bancário. A cooperação bilateral durante o ano em curso abrangeu praticamente todas as áreas principais de actividade de um banco central, em particular as que se referem à organização e funcionamento do mercado monetário interbancário, ao sistema de pagamentos, às estatísticas ou à contabilidade. No entanto, verificou-se neste ano um peso tendencialmente crescente das acções regionais ou multilaterais, ou seja, de Seminários e mesas redondas que reuniram técnicos de todos os nossos Bancos Centrais em encontros que constituíram bons exemplos de uma útil troca de experiências.

Quero também assinalar a importância de que se revestiu o 2º Encontro de Governadores dos Bancos Centrais da CPLP, realizado na cidade de Maputo por ocasião do 30º Aniversário do Banco de Moçambique e que abordou temas relacionados com a aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade e com os desafios da Integração Regional.

É igualmente de destacar o desenvolvimento de dois exercícios de apoio à actividade de monitorização do Fundo Monetário Internacional em matéria de disseminação de dados estatísticos, com vista ao aumento de transparência e da adopção de códigos e padrões universais de boa conduta.

Durante 2006 continuaremos os esforços de cooperação que têm sido desenvolvidos nas áreas já referidas, através de missões técnicas, estágios de formação ou seminários temáticos.

2. Como habitualmente, este Encontro de Lisboa ocorre nas vésperas da reunião anual do FMI e do Banco Mundial, o que proporciona que na reunião de trabalho das nossas Delegações, ontem ocorrida, se analisem os problemas que constam neste momento da agenda internacional. Este ano as atenções concentram-se na necessidade de revisão estratégica da acção do FMI, nos problemas dos países menos desenvolvidos e no cumprimento dos Objectivos do Milénio e, finalmente, na situação económica internacional e nos riscos resultantes dos grandes desequilíbrios macroeconómicos internacionais.

Após a forte expansão verificada em 2004, de mais de 5%, a economia mundial tem evoluído de forma favorável este ano, embora com ligeira redução da taxa de crescimento. Por outro lado, a inflação parece também estar contida, apesar dos riscos mais recentes, as taxas de juro de médio prazo estão baixas e o ambiente financeiro calmo, face à melhoria da situação de balanço de empresas financeiras e não financeiras. A estabilidade financeira tem continuado a ser assegurada e mesmo reforçada em resultado do bom desempenho das instituições na gestão do risco e do reforço do enquadramento de supervisão e regulação. Em geral, as condições financeiras continuam favoráveis, com liquidez abundante, diminutos prémios de risco e curvas de rendimentos com inclinação reduzida. Por seu turno, os fluxos financeiros privados para os países emergentes expandiram-se em 2004, em resultado fundamentalmente do investimento directo estrangeiro, e esta evolução prosseguiu no corrente ano, embora atenuada em termos líquidos pelo efeito de sentido inverso resultante da reciclagem dos excedentes dos países produtores de petróleo.

Em condições normais, é previsível que o crescimento da economia mundial continue favorável no próximo ano e, no entanto, sabemos como persistem enormes factores de risco que aparecem reflectidos com preocupação em todas as análises publicadas sobre a situação internacional.

O primeiro risco refere-se à forte subida dos preços do petróleo, que atingiu mais de 100% nos últimos 18 meses. Valores desta dimensão eram supostos até há pouco tempo provocar consequências significativas na inflação e nas perspectivas do crescimento. Quando se compara, porém, a actual situação com os anteriores choques petrolíferos, identificam-se duas grandes diferenças: por um lado, os ganhos de eficiência e de conservação de energia fizeram diminuir o conteúdo energético da produção e, além disso, desta vez a evolução dos preços reflecte não um choque de oferta, mas antes um dinamismo da procura de energia que está associado a um período de forte crescimento da economia mundial. Mesmo que, naturalmente, o aumento do custo da energia tenha contribuído para uma ligeira redução do crescimento, isso não impediu o registo

de uma significativa expansão da actividade económica neste período. O reduzido efeito sobre os restantes preços tem resultado das consequências positivas da globalização sobre a contenção e mesmo redução de diversos preços industriais e dos efeitos da credibilidade das políticas monetárias ao conseguirem fixar baixas expectativas de inflação. No entanto, parte destes resultados deve-se ao facto de os agentes económicos terem até agora interpretado a progressão dos preços do crude como sendo temporária, o que tem contribuído para adiarem ajustamentos de preços e reduções de consumo de outros bens e serviços. As tensões mais recentes sobre a inflação em diversos países vem demonstrar que não podemos ser complacentes com base apenas no ocorrido até agora nas reacções à subida dos preços do petróleo. Os comportamentos poderão alterar-se se os preços se mantiverem em níveis elevados ou se voltarem a recrudescer. Isto coloca delicados problemas à gestão da política monetária, que não pode permitir a generalização de efeitos de segunda ordem dos preços de petróleo sobre outros custos e preços, sob pena de consentir na perda de controlo sobre as expectativas da inflação. A importância deste controle manifesta-se no facto do mesmo ser um dos factores essenciais para explicar o actual baixo nível das taxas de juro de médio prazo. A capacidade da política monetária manter uma margem de manobra suficiente para favorecer o crescimento sem comprometer o objectivo da estabilidade dos preços depende crucialmente da manutenção da credibilidade junto dos agentes económicos, no sentido de que consegue a prazo manter a inflação nos níveis definidos como objectivo. As recentes pressões sobre os níveis de inflação em vários países criam, assim, problemas crescentes às respectivas políticas monetárias e perfilam a ameaça de originar simultaneamente pressões inflacionistas e tendências recessivas. As respostas da política monetária têm de ser prudentes, sem comprometer, no entanto, o firme controlo das expectativas de inflação futura.

Embora a evolução a curto prazo dos preços do petróleo seja a ameaça mais imediata ao crescimento económico mundial, os problemas potencialmente mais perturbadores decorrem dos fortes desequilíbrios externos que se verificam em diversas zonas do mundo. O significativo défice externo americano e a acumulação de reservas externas pelos países asiáticos indiciam situações dificilmente sustentáveis a prazo e a sua correcção pode desencadear perturbações significativas na situação económica e financeira internacional.

Se é verdade que existe um amplo consenso sobre a insustentabilidade a prazo de tais desequilíbrios, já o mesmo se não verifica a propósito das suas causas ou dos mecanismos da sua correcção. É também consensual a análise das consequências dessas diferenças entre poupança e investimento na escala actualmente verificada, com os EUA a absorverem anualmente cerca de 75% da poupança mundial. Na verdade, esses efeitos reflectem-se em distorções nas taxas de câmbio, artificialmente mantidas por intervenções maciças no mercado cambial, o que cria excesso

de liquidez e taxas de juro baixas. Isso tem alimentado o empolamento do preço dos activos financeiros e imobiliários, o que, por sua vez, tem contribuído para estimular o consumo e reduzir a poupança nos Estados Unidos. A bolha no mercado de activos tem passado sucessivamente das acções para as obrigações e, finalmente, para o imobiliário, que, de acordo com Robert Shiller, o inventor da expressão «exuberância irracional», pode vir a «ser a maior bolha da história americana».

Como o período recente demonstra, a actual situação pode manter-se ainda durante um período considerável. Esta realidade tem permitido conferir alguma verosimilhança a diversas interpretações relativamente benignas da conjuntura que atravessamos. A primeira refere-se à teoria de que estaríamos perante novo regime de Bretton-Woods de câmbios fixos agora reduzido à zona do Pacífico, espontaneamente formado pelo interesse das partes e, conseqüentemente, estável para muitos anos. Os países asiáticos, e a China em particular, trocariam as perdas financeiras decorrentes das intervenções para manter uma taxa de câmbio competitiva pela construção de um aparelho produtivo mais moderno e criador de empregos em resultado do forte crescimento económico. Os Estados Unidos encontrariam, assim, o financiamento dos seus défices e do seu excesso de despesa sobre o produto interno. As analogias que a teoria tenta estabelecer com o que se passou entre a Europa e os Estados Unidos a seguir à segunda guerra mundial não colhem inteiramente e poderosas razões económicas e geopolíticas minam a possibilidade de um tal regime ser estável a prazo.

A segunda visão relativamente benigna dos actuais desequilíbrios aponta para a existência de um espontâneo excesso de poupança sobre o investimento no resto do mundo e a sua aplicação em activos americanos, por razões de segurança ou maior retorno. Este afluxo de capitais sustentaria o dólar em valores elevados, que explicariam, por sua vez, o défice da balança corrente. Além disso, face ao comportamento do sector privado, o défice orçamental americano, facilmente financiado do exterior, ter-se-ia tornado no contraponto do défice externo e uma forma de sustentar a procura e o crescimento mundiais. Face à profundidade e eficiência dos mercados financeiros internacionais que a globalização tornou possíveis, o financiamento de fortes défices tornou-se fácil e a sua correcção poderia ser bastante gradual.

Os problemas com esta visão decorrem sobretudo do facto de nos últimos dois anos o financiamento da balança americana ser assegurado sobretudo por bancos centrais estrangeiros e não em resultado do sector privado externo colocar as suas poupanças nos Estados Unidos. Os fluxos privados de investimento directo e de investimento de carteira têm mesmo sido negativos.

Por outro lado, se olharmos para a evolução da poupança e do investimento, verificamos que desde

os anos 70 têm diminuído simultaneamente na economia mundial a taxa de poupança e a taxa de investimento. Em particular, em vez de se falar de excesso de poupança pode-se falar antes de insuficiência de investimento, sobretudo desde as crises financeiras de 1997-98.

Isto significa que uma parte importante da explicação para a situação actual tem que se encontrar na grande redução da poupança, privada e pública, nos Estados Unidos, o que implica que a correcção dos actuais desequilíbrios tenha que passar necessariamente pelo aumento da poupança americana. Na verdade, não seria suficiente que a solução resultasse sobretudo de ajustamentos das taxas de câmbio, nomeadamente entre os Estados Unidos e os países asiáticos. Não esqueçamos, por exemplo, que do agravamento do défice corrente americano entre 1997 e 2004, de 529 mil milhões de dólares, apenas 7% é explicado pela relação com a China. Por outro lado, colocar a tónica no mecanismo das taxas de câmbio poderia contribuir para tornar mais provável um cenário de correcção abrupta que seria bastante perturbador da economia internacional. É verdade que alguns estudos recentes publicados pela Federal Reserve apontam para o carácter relativamente benigno que ajustamentos significativos das taxas de câmbio entre países desenvolvidos tiveram nos últimos vinte anos. Isso seria particularmente verdadeiro a propósito do facto de não se terem verificado subidas sensíveis das taxas de juro a acompanhar as depreciações cambiais, evitando assim consequências recessivas e crises nos mercados de activos.¹ No entanto, importa sublinhar que a política monetária pode certamente influenciar as taxas de curto prazo, mas as presentes circunstâncias são diferentes de outros episódios precedentes, uma vez que é maior a dependência dos mercados de capitais domésticos de investidores estrangeiros. Há, pois, que ser prudente e evitar qualquer evolução que possa comprometer uma correcção gradual nos mercados cambiais. Sendo certo que a resolução dos desequilíbrios requer comportamentos de desvio de procura que os ajustamentos cambiais provocam, é, porém, inquestionável que qualquer resolução do problema tem de passar por reduções de despesa interna nos países com maiores défices externos. É manifesto que os efeitos e as reacções ao furacão Katrina tornaram mais difícil, pelo menos no curto prazo, a absorção dos desequilíbrios existentes. No entanto, é também evidente que quanto mais tempo se adiar os inevitáveis ajustamentos maiores serão os riscos de descontrole da situação. Não admira, por isso, que mais recentemente as instituições internacionais e os grandes especialistas da economia internacional tenham lançado apelos a uma efectiva acção coordenada dos principais países para fazer face a este problema. Além da OCDE e do FMI, igualmente o Institute of International Finance, associado a grandes instituições financeiras privadas, apelou à actuação conjunta dos líderes mundiais para reduzirem «os crescentemente preocupantes» desequilíbrios globais.

A superação desta fase de desequilíbrios macroeconómicos poderá ser bem conseguida se houver

¹ Joseph Gagnon (2005), “Currency crashes and bond yields in industrial countries”, Federal Reserve Board

uma actuação imediata e coordenada entre os principais países. Com efeito, para além do ajustamento na economia americana é importante a recuperação do investimento nos países emergentes (excluindo aqui a China), maior flexibilidade cambial nos países asiáticos e uma efectiva retoma do crescimento no Japão e na Europa.

A Europa tem tido dificuldade em cumprir a sua parte deste programa. Após a retoma na segunda metade do ano passado, o crescimento voltou a fraquejar este ano, em consequência do choque petrolífero, das incertezas políticas e da prudência de consumidores e empresas que tem travado a expansão da procura interna. As reformas estruturais ensaiadas para fazer aos problemas decorrentes dos desafios da competitividade e do envelhecimento populacional parecem provocar efeitos negativos de curto prazo sobre as expectativas dos agentes económicos e afectar a recuperação da despesa interna. No entanto, o declínio da população em idade de trabalhar nas próximas décadas torna inevitável aumentar o número de horas de trabalho ao longo da vida, para além de exigir aumentos de produtividade que viabilizem a sustentabilidade do modelo social europeu.

3. A situação europeia não é inteiramente favorável a uma retoma significativa da economia portuguesa. Apesar dos riscos acrescidos decorrentes da evolução dos preços do petróleo, não alterámos ainda a previsão que o Banco publicou em Julho de um crescimento de 0,5% este ano e de 1,2% no próximo ano. Desde 2001 temos atravessado um período de fraco crescimento económico que se explica por um conjunto de vários factores. Em primeiro lugar, choques externos, como a quebra de procura dirigida à economia portuguesa em 2001 e 2002, a alteração estrutural das condições de concorrência internacional associada ao alargamento da União Europeia e à globalização e a evolução do preço do petróleo, que afecta mais um país extremamente dependente dessa forma de energia que a generalidade dos países europeus. O segundo factor refere-se à política orçamental pró-cíclica tornada necessária após a eclosão de um défice público insustentável. Finalmente, temos o efeito da inevitável desaceleração da procura interna, em consequência da excessiva expansão anterior, assente num endividamento crescente.

Não podemos, na verdade, continuar uma evolução que fez passar o país de uma situação credora internacional em cerca de 7 mil milhões de euros, em 1996, para uma posição de dívida externa de mais de 55 mil milhões no final do ano passado. Não devemos sobrecarregar as futuras gerações de portugueses. A fase actual de débil crescimento da despesa interna tem o efeito de conter a expansão do endividamento e de pressionar as empresas para se reestruturarem, aumentando a

produtividade e reorientando os destinos das suas produções em maior escala para os mercados externos.

A possibilidade de a economia retomar um caminho de crescimento económico significativo depende essencialmente da capacidade das empresas reagirem apropriadamente aos desafios da concorrência no quadro liberalizado em que nos movemos. A melhor contribuição que as políticas públicas podem dar nesta fase é porem ordem nas contas públicas e diminuir a burocracia, para libertar a força da iniciativa dos agentes económicos que não podem contar com mais ajudas financeiras do Estado. Como aconteceu noutras situações difíceis que a economia portuguesa atravessou no passado, estou certo de que os agentes económicos saberão reagir adequadamente. Não estamos perante uma crise permanente da nossa economia, que poderá, aliás, sair mais forte no fim de uma fase de ajustamento às novas condições de enquadramento internacional em que tem que funcionar. Quanto maior for a determinação e o rigor da acção pública e o dinamismo das empresas mais rapidamente superaremos a actual fase de reestruturação. Hesitações ou excessivo gradualismo só criariam incerteza e retirariam eficácia à política económica, cujo sentido estratégico tem de ser o do realismo financeiro e o do apoio a tudo o que altere decisivamente as vantagens comparativas de médio prazo das empresas portuguesas.

4. As perspectivas de crescimento na África sub-sahariana têm-se revelado recentemente mais favoráveis. Após um firme crescimento de 5.3% em 2004, estima-se alguma atenuação do ritmo da actividade no corrente ano, mas uma nova aceleração em 2006. O dinamismo da região assenta na robustez da procura externa, nos progressos na estabilidade macroeconómica e nas reformas estruturais verificadas em grande número de países. Os países exportadores de petróleo continuam a beneficiar dos aumentos de preços, mas, contrariamente a 2004, os preços de outros bens primários evoluíram negativamente em 2005, o que conjugado com os maiores custos de importação de energia prejudicou muitos países desta zona.

O sucesso nas negociações da Agenda de Doha, em conjunto com um acrescido apoio para o desenvolvimento da capacidade de comércio dos países desta região, é importante para promover a integração de África nos mercados mundiais. No entanto, os benefícios imediatos do processo de liberalização poderão ser limitados. Num estudo da UNCTAD de 2003, concluiu-se que um corte generalizado de 50% nas presentes tarifas aduaneiras aplicáveis aos bens agrícolas teria um efeito quase nulo em termos de bem-estar para a África sub-sahariana, dado que as perdas nos termos de troca absorveriam os ganhos decorrentes do maior acesso a mercados de exportação. Outros estudos apontam para ganhos moderados (de 0.5 a 1.3% do PIB), dependendo das características específicas que a liberalização do comércio venha a assumir.

Na verdade, convém ter presente que muitos destes países africanos, não obstante serem

exportadores de produtos agrícolas, são, no entanto, importadores líquidos de bens agrícolas alimentares, em muitos casos provenientes dos países ricos do norte. Decorre daqui que um processo de liberalização que elimine a política de subsídios à exportação de certos produtos europeus e americanos poderia provocar um aumento dos preços internacionais destes bens e prejudicar os respectivos importadores.

Naturalmente que para os países africanos exportadores de produtos que concorrem com os que são fortemente subsidiados pelos países desenvolvidos, o fim desses subsídios e o desarmamento pautal nas importações beneficiaria significativamente os exportadores africanos. O efeito global seria positivo, mas apesar das óbvias vantagens numa perspectiva de médio e longo prazo de uma maior inserção do conjunto dos países menos desenvolvidos na economia mundial, os benefícios estão longe de se poderem considerar como suficientes para o propósito de serem alcançados os Objectivos do Milénio no horizonte temporal previsto.

São, por isso, indispensáveis políticas eficazes de ajuda ao desenvolvimento, com aumento das transferências em benefício dos países em desenvolvimento. No que se refere à ajuda externa para alcançar os Objectivos do Milénio, as estimativas variam entre um montante adicional, face aos níveis presentes, de 50 mil milhões de dólares (valor calculado pelo UN High-Panel on Financing for Development) a 75 mil milhões (estimados pelo UN Millennium Project). Vale a pena ter em conta que estes números - apesar da sua elevada dimensão em termos absolutos - estão inteiramente dentro dos compromissos assumidos pela comunidade internacional, uma vez que em Monterrey estes mesmos países assumiram o compromisso de atingirem até 2015 o limiar mínimo de 0.7% do seu rendimento em ajuda internacional. A este propósito deve sublinhar-se que a União Europeia comprometeu-se no Conselho Europeu de Bruxelas de Junho deste ano a cumprir efectivamente até 2015 a meta colectiva de 0.7% do PIB, com um objectivo intermédio de 0.56% em 2010.

Assumindo que a transferência de recursos financeiros é um dos elementos fundamentais para a prossecução dos Objectivos do Milénio, uma das formas de concretizar essa transferência é o cancelamento da dívida dos países mais pobres, na medida em que os recursos assim libertos podem ser efectivamente utilizados no combate à pobreza e à promoção do desenvolvimento. Nessa medida, foi aprovada na última reunião do G-8 de Gleneagles uma proposta de cancelamento integral da dívida multilateral dos países altamente endividados, a qual será apresentada nas próximas reuniões anuais do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional. Essa proposta prevê um tratamento diferenciado da dívida ao FMI (que seria absorvida pelos recursos próprios da instituição), à AID e ao Fundo Africano de Desenvolvimento. Para que este cancelamento resulte em recursos efectivamente adicionais de ajuda aos países menos

desenvolvidos é necessário que o seu financiamento seja assegurado pelas nações desenvolvidas. Subsistem para além disso muitos outros aspectos técnicos a resolver para que as medidas a concretizar correspondam ao que foi anunciado no final da cimeira do G-8 como correspondendo a um marco histórico no processo de ajuda internacional ao desenvolvimento. Esperemos que, no decurso da Reunião Anual das Instituições de Bretton-Woods que se realiza esta semana, todos esses problemas encontrem solução.

Os Objectivos do Milénio parecem hoje difíceis de alcançar, mas o esforço e os recursos mobilizados para os cumprir são, além de uma exigência moral, a expressão de interesse próprio bem compreendido por parte dos países desenvolvidos. Num mundo cada vez mais globalizado e interdependente, a estabilidade e a segurança não dependem apenas da superação de desequilíbrios económico-financeiros, mas também de desequilíbrios sociais que contradizem o sentido de justiça dos povos.

Lisboa, 20 de Setembro de 2005