

INTERVENÇÃO DO GOVERNADOR DO BANCO DE  
PORTUGAL NA ABERTURA DO 19º ENCONTRO DE BANCOS  
CENTRAIS DOS PALOP, DE PORTUGAL E DE TIMOR-LESTE

29 de Setembro de 2009

Senhores Embaixadores

Senhores Governadores

Minhas Senhoras e meus Senhores

Agradeço a presença de todos neste 19º Encontro de Lisboa, entre as delegações de Portugal, dos PALOP e de Timor-Leste à Assembleia Anual do FMI/Banco Mundial. Uma vez mais damos continuidade a uma tradição que nos permite reforçar os laços de cooperação entre as nossas instituições. Este encontro constitui também uma oportunidade para debatermos conjuntamente os desenvolvimentos económicos e financeiros internacionais recentes e o modo como estes afectam os nossos países.

Como é do conhecimento de todos, atravessámos (e estamos ainda a atravessar) um período complexo de crise económica, durante o qual os riscos de ruptura do funcionamento dos sistemas financeiros atingiram uma expressão extremamente grave. Isto exigiu formas de intervenção por parte dos bancos centrais e autoridades monetárias e financeiras que, antes da crise, muitos de nós julgariam estarem fora do âmbito de acção de instituições como as nossas.

Apesar da atenção e do esforço que a situação internacional exige por parte das nossas instituições, foi possível intensificar a actividade

de cooperação. É com satisfação que podemos afirmar que a mesma irá registar em 2009 um significativo acréscimo, expresso no número de acções realizadas entre os nossos bancos centrais.

Como já havia sido norma em anos anteriores, a actividade de cooperação desenvolvida ao longo deste ano abrangeu no essencial todas as principais áreas de actuação dos bancos centrais, implicando consequentemente a mobilização de praticamente todas as grandes unidades de estrutura do Banco de Portugal. Por um lado deu-se continuidade a projectos que haviam já sido iniciados em anos anteriores, mas que mantêm a sua actualidade e importância, e, por outro, introduziram-se iniciativas novas ou reformularam-se outras no seu conteúdo e na sua forma, com o objectivo último de mais adequadamente dar resposta aos desafios que se apresentam aos bancos centrais e autoridades monetárias na complexa situação actual.

As acções de cooperação bilateral abrangeram domínios tão variados e relevantes como, por exemplo, os estudos económicos, recursos humanos, contabilidade, supervisão bancária, assuntos jurídicos ou, ainda, gestão de fundos de pensões.

Entre as acções de cooperação bilateral em 2009, merece também destaque o trabalho conjunto desenvolvido ao longo do ano pelo Banco Central de São Tomé e Príncipe e o Banco de Portugal, que contribuiu para a celebração do Acordo de Cooperação Económica entre os Governos dos dois países, o que permitirá uma âncora nominal propícia a uma maior estabilidade macroeconómica em São Tomé, passível de sustentar a opção daquele país por um regime cambial mais ligado ao euro. À semelhança do que acontece em relação a Cabo Verde, o acompanhamento deste projecto irá determinar a realização regular e periódica de reuniões da Comissão do Acordo de Cooperação Económica e da Unidade de Acompanhamento Macroeconómico, nas quais participam os dois bancos centrais.

Por solicitação do FMI, o Banco de Portugal participou em Fevereiro de 2009 num novo exercício do FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) relativo ao sistema financeiro de Moçambique.

Apesar das acções de natureza bilateral continuarem a deter um papel importante no domínio da cooperação, continuou a verificar-se em 2009 um crescendo da importância das acções multilaterais e regionais, traduzindo uma progressiva maior similitude das preocupações e objectivos dos diferentes bancos centrais, que encontram nestas iniciativas um fórum privilegiado para discutirem as suas experiências e procurarem encontrar soluções análogas para os seus problemas comuns. Estas iniciativas traduzem-se nomeadamente nos diversos Encontros realizados, quer o Encontro de Lisboa, quer nos Encontros sectoriais que incidiram em áreas como a emissão e tesouraria, os sistemas e tecnologias de informação e os recursos humanos.

Em resultado das decisões de um desses encontros – o 2º *Encontro de Emissão e Tesouraria* - foi acordado passar a organizar com carácter de regularidade um *Curso Técnico sobre Emissão e Tesouraria*, cuja primeira edição virá a ter lugar já em 2010. Em 2009 verificaram-se ainda Encontros sobre Tecnologias de Informação, em S. Tomé e Príncipe, e sobre Recursos Humanos em Macau, que se tem associado à nossa comunidade de Bancos Centrais e que hoje tem participação destacada no programa deste nosso 19º Encontro com a apresentação do Dr. Anselmo Teng a quem aproveito para dar calorosas boas-vindas.

Estes Encontros de Lisboa, se, por um lado, servem para discutir e perspectivar a actividade das nossas instituições no domínio da cooperação, têm também o objectivo de permitir uma reflexão conjunta sobre a conjuntura económica internacional e os temas que mais fortemente marcarão a agenda das próximas reuniões anuais das

instituições financeiras internacionais, em particular o Fundo Monetário Internacional.

O tema dominante da agenda dessas reuniões é, como não podia deixar de ser, a crise financeira global. Esta crise, que se chegou a temer que tivesse consequências tão graves e duradouras como a grande depressão dos anos 30, mostra agora alguns sinais de abrandamento. Há quem procure aproveitar esse facto para tentar desvalorizar a crise que atravessamos e procurar defender que as regras do jogo e as políticas económicas deveriam voltar a ser o que eram. Refiro-me aos economistas e aos interesses que tendem a desvalorizar o papel dos choques monetários e, sobretudo, dos choques financeiros. Torna-se conveniente, por isso, sublinhar quatro aspectos:

O primeiro, é que os efeitos económicos mais reduzidos da crise só foram possíveis graças a níveis de intervenção sem precedentes das políticas monetárias e orçamentais, acompanhados de uma elevada coordenação internacional. As lições dos anos 30 foram bem aprendidas pelos actuais responsáveis. Um segundo aspecto decorre do actual maior peso do Estado na economia quando comparado com o que acontecia no período da Grande Depressão, o que contribui para um efeito equilibrador que se reflecte em estabilizadores automáticos mais substanciais. Como afirmei aqui o ano passado «O Estado surge de novo como o gestor do risco de última instância nas economias modernas». Na verdade, a crise veio demonstrar que quer na esfera financeira, quer na esfera real, os mercados não são auto-equilibradores e carecem da intervenção pública para voltarem a um equilíbrio aceitável.

O terceiro ponto que quero sublinhar, refere-se à dimensão da crise no sector financeiro que foi muito substancial e com relevantes consequências futuras. Entre 1980 e 2007 os activos financeiros totais (acções, obrigações e depósitos) quadruplicaram em percentagem do PIB mundial. Em 2008 caíram quase 9 %, ou seja, cerca de 16 triliões de dólares americanos. A este número haverá que juntar uma quebra de

cerca de 3 triliões do valor dos activos imobiliários para se ter uma ideia da perda de riqueza por parte dos agentes económicos que procurarão repô-la, total ou parcialmente, poupando mais e consumindo menos. Estamos perante o maior declínio de riqueza registado durante um ano. Ao nível do mercado de acções a quebra foi ainda maior, com uma perda de valor de cerca de 29 triliões de dólares americanos de Janeiro de 2008 a Junho deste ano, no conjunto das bolsas mundiais. Em 2008 as bolsas registaram a maior queda anual desde a Grande Depressão. Foi sobretudo o aumento dos depósitos e da dívida pública que contribuiu para tornar inferior a redução do total de activos financeiros mundiais. Por outro lado, os fluxos financeiros trans-fronteiriços, (de investimento directo, de carteira, empréstimos e depósitos) diminuíram em 2008 em 82 por cento, de cerca de 11 para cerca de apenas 2 triliões. O maior contributo para esta diminuição proveio sobretudo dos empréstimos bancários. Esta fortíssima redução provocou inúmeras crises de liquidez e tensões cambiais em muitos pontos do globo.

Todos estes números revelam a extraordinária dimensão da crise financeira que provocou enormes deslocções na economia mundial. O futuro da globalização financeira ficou abalado e é agora incerto se e quando se voltará a números semelhantes aos anteriores à crise. Uma coisa parece certa: o sector financeiro nas economias desenvolvidas sofreu uma redução relativamente ao PIB e não voltará, tão cedo pelo menos, a crescimentos semelhantes aos das últimas décadas, porque as autoridades parecem agora apostadas em conter e domar os excessos financeiros que, periodicamente, geram graves crises económicas. Finalmente, o quarto ponto que queria destacar, para opor aos que procuram desvalorizar a importância da crise, refere-se ao facto de se poder dizer que a crise ainda não acabou. Na verdade, existem ainda uma grande incerteza quanto à profundidade e sustentabilidade de uma retoma global, o que tem levado alguns analistas a prever que esta possa ser mais lenta do que seria desejável. Vários factores contribuem para fundamentar esse receio, acima de tudo nos países desenvolvidos.

A reposição da posição líquida de balanço dos agentes económicos, que leva os particulares a poupar mais, contribui, juntamente com a incerteza quanto ao futuro, para o crescimento contido do consumo. Este será também afectado pelo aumento do desemprego que continuará até ao final do próximo ano. Por sua vez, o hiato de produto negativo e o baixo grau de utilização da capacidade produtiva instalada, desencorajam a dinâmica do investimento. O pequeno ciclo de variação de existências que animou a produção industrial nos últimos meses chegou o fim e deixará de animar a procura. A oferta de crédito poderá continuar contida dada a fraqueza do balanço dos bancos e a necessidade de continuar a aumentar o seu capital para fazer face a perdas ainda não registadas. Por outro lado, os elevados estímulos orçamentais contribuíram para aumentar os défices orçamentais e fazer subir para patamares preocupantes o nível de dívida pública num grande número de países, o que condicionará fortemente a margem de manobra da política orçamental nesses países nos anos mais próximos. Aliás um dos riscos para o crescimento resulta precisamente de uma possível retirada prematura de qualquer estímulo orçamental com início de esforços significativos de consolidação orçamental que, embora necessários em vários países, não deverão começar antes de 2011, como referi em Janeiro passado e foi recentemente afirmado pela Comissão Europeia.

Os mesmos riscos de retirada das medidas excepcionais de apoio à economia poderiam, aliás, ocorrer no domínio da política monetária. Com efeito, os bancos centrais reagiram procurando aliviar as restrições sobre a capacidade de financiamento do sistema financeiro através de avultadas injeções de liquidez, descidas significativas das taxas de juros e acções menos convencionais como, por exemplo, o alargamento do colateral e das contrapartes elegíveis, o que contribuiu para elevar o peso dos bancos centrais na intermediação financeira e para o aumento significativo dos seus balanços e da base monetária que, por exemplo, subiu quase 100% no caso americano e cerca de 40% na área do euro,

desde o início da crise. Há quem veja nisto uma ameaça ou uma certeza de inflação futura e se preocupe com a saída desta situação monetária. Há que recordar, no entanto, que apesar do crescimento da base monetária, da responsabilidade dos bancos centrais, o crescimento do crédito e da massa monetária têm vindo a reduzir-se substancialmente. Na área do euro, em Julho o agregado M3 estava a crescer apenas 3% e o crédito a empresas e particulares somente 1.8%. A explicação reside em que há uma quebra da procura de crédito e as dificuldades de balanço e de capital dos bancos contribuem para reduzir muito o multiplicador monetário e de crédito. Para além disso, importa sublinhar que, sobretudo na área do euro, a retirada das medidas excepcionais de apoio à liquidez é fácil de fazer e encontra-se tecnicamente preparada para execução no momento adequado. Por enquanto, as previsões de inflação revelam valores para 2009 e 2010 muito abaixo da definição de estabilidade de preços que adoptamos na área do euro e, sobretudo, as expectativas de médio e longo prazo para a inflação encontram-se bem ancoradas nos limites daquela nossa definição. Para isso contribui sem dúvida a credibilidade do Eurosistema e o facto do hiato de produto negativo, o baixo grau de utilização da capacidade produtiva e a moderação salarial que se verifica, colocarem a economia europeia muito longe de uma situação de sobreaquecimento que pudesse reacender tensões inflacionistas. Em suma, a saída da crise de crescimento económica será lenta e prolongada

Apesar de ser prematuro falar do fim da crise, os indicadores estatísticos divulgados nas últimas semanas revelam que, à escala mundial, o crescimento económico voltou a apresentar valores positivos, se não face aos níveis do ano anterior, pelo menos em relação aos trimestres precedentes. Esta recuperação apresenta ainda a característica de ser generalizada, isto é, de ser tendencialmente simultânea e abranger quer as economias mais desenvolvidas, quer as

economias emergentes e em desenvolvimento. Esta evolução não evitará, no entanto, que para o ano de 2009 e para a economia mundial como um todo, a taxa de variação real venha a ser negativa. No entanto este valor negativo é essencialmente o resultado da profunda contracção verificada no primeiro trimestre do ano, pois, como referimos atrás, a partir daí, a generalidade das economias apresentaram sinais positivos de recuperação, reagindo aos fortes estímulos monetários e fiscais implementados pelas respectivas autoridades. Igualmente o comércio internacional, que apresentará uma contracção sem precedentes em 2009, poderá já evidenciar uma recuperação em 2010, embora a um ritmo muito inferior ao que vinha sucedendo nos anos anteriores à crise.

As economias emergentes e em desenvolvimento conseguirão no seu conjunto apresentar uma variação positiva do produto em 2009 (ao contrário do que sucederá nas economias desenvolvidas). Naturalmente que dentre estas, haverá países que, ou por dependerem fortemente do petróleo ou por terem sofrido especialmente os efeitos do colapso do comércio mundial ou dos seus sistemas bancários, apresentarão ainda contracções em 2009 e recuperações mais modestas em 2010.

As economias africanas registaram na presente crise um desempenho digno de realce. De certa forma pode dizer-se que, em vários países desta região, a crise chegou antes do colapso internacional provocada pelo mercado do *sub-prime*, pois os aumentos de preços dos bens alimentares e dos combustíveis verificados logo no início de 2007 geraram tensões económicas e sociais nos países importadores líquidos de bens alimentares e energéticos que nem a boa performance do crescimento do produto interno bruto (média anual de 6% em termos reais para o período 2004-08) conseguiu amenizar.

No entanto as consequências mais sérias estão agora a ser experimentadas pois a abrupta redução do preço de bens primários (de que vários países africanos são exportadores líquidos), a par da contracção maciça do comércio internacional, da redução dos fluxos de investimento estrangeiro e das remessas de emigrantes irá provocar uma desaceleração marcante do crescimento do produto em 2009, o qual poderá mesmo registar variações negativas nalguns países africanos, nomeadamente nos mais fortemente dependentes da exploração de bens energéticos.

As perspectivas de recuperação destas economias para 2010 dependem criticamente do comportamento da economia mundial e, nomeadamente, da recuperação do comércio internacional para patamares semelhantes aos que se verificavam antes da crise.

Os sinais transmitidos pelos dados estatísticos referentes ao final do 2º e ao presente trimestre permitem alimentar a esperança que já em 2010 a economia mundial e, mais particularmente, todos os países africanos possam apresentar um ritmo de crescimento mais compatível com as potencialidades económicas e as necessidades sociais da região.

O crescimento económico previsto para África como um todo em 2010 surge assim mais em consonância com os níveis observados até 2008, representando portanto uma clara recuperação face à muito modesta variação que se estima que venha a ser registada em 2009, apesar de tudo positiva. Não menos importante é a expectativa que essa dinâmica de crescimento em 2010 se estenda à generalidade dos países e sub-regiões do continente.

No que respeita à economia portuguesa, importa referir que também se verifica uma melhoria da situação relativamente às previsões de há alguns meses atrás. Na última previsão publicada pelo

Banco de Portugal, em Abril passado, previamos uma recessão de -3.5% este ano e uma crescimento negativo de -0.6% n próximo ano. Neste momento, as perspectivas apontam para uma recessão inferior este ano e uma crescimento ligeiramente positivo em 2010. O desempenho da economia portuguesa deverá, assim, ser um pouco superior ao previsto para a área do euro.

Para além das medidas já tomadas de contenção dos efeitos da crise, é de fundamental importância criar as condições para prevenir, no futuro, novas crises desta natureza. Nessa medida deverão acentuar-se os esforços para criar um enquadramento de regulação e supervisão mais resistente e que evite a reemergência das fragilidades que estiveram na origem do eclodir da presente crise. Este esforço só será verdadeiramente coroado de êxito se houver uma profunda coordenação a nível internacional e, nessa medida, o papel das instituições financeiras internacionais é fundamental.

A crise financeira veio revelar inúmeras vulnerabilidades no funcionamento do sistema financeiro internacional, que o forte crescimento dos anos que a precederam contribuiu para camuflar.

O optimismo associado ao elevado crescimento económico e a manutenção prolongada de taxas de juro a um nível historicamente baixo incentivaram os investidores a procurar aplicações financeiras mais rentáveis e com um maior grau de risco. A complexidade dos novos instrumentos financeiros, baseados em estruturas de titularização particularmente opacas, contribuiu para disfarçar o facto de o risco inerente estar mais concentrado do que inicialmente se suponha. Por outro lado, a segmentação da regulamentação financeira e a desregulamentação que se verificou em alguns países, nomeadamente nos Estados Unidos, contribuiu para a expansão do sector financeiro não regulamentado (que inclui bancos de investimento, fundos de investimento, hedge funds etc.), deixando de fora do universo de

regulação e supervisão os segmentos de mercado com maior risco e que revelaram possuir um impacto sistémico muito maior do que se pensava anteriormente.

Se a crise nos mostra fragilidades no sistema e nos dogmas que assumíamos como certos, também cria a oportunidade de reflectirmos sobre uma nova ordem e novos princípios que deverão existir no futuro. Este facto é particularmente notório nesta crise e, após as intervenções com o objectivo de resolver os problemas imediatos da crise financeira, várias têm sido as iniciativas que demonstram a preocupação da comunidade internacional, quer ao nível do G-20, da União Europeia, ou das organizações internacionais, em tomar medidas orientadas para uma reforma do sistema financeiro internacional e para minimizar a hipótese de emergência de crises futuras, pelo menos com as características que esta assumiu.

As orientações aprovadas na última reunião dos G20 são significativas nesta perspectiva e incluem: a regulação do chamado sistema bancário sombra; a imposição de um rácio máximo de alavancagem entre os capitais próprios dos bancos e o total do balanço sem qualquer ponderação pelo risco; a redução do carácter pró-cíclico da regulação do capital e das regras contabilísticas; a transferência para mercados organizados dos derivados de crédito como os CDS's; a correcção dos incentivos errados na remuneração de gestores e traders.

As características mais marcantes desta actuação são, por um lado o seu elevado grau de coordenação – o que é normal tratando-se de uma crise global – mas também o reconhecimento do papel que as organizações internacionais, nomeadamente o FMI, deverão assumir na sua prevenção e resolução e na arquitectura de um novo sistema financeiro internacional. Importa aqui relembrar que este papel nem sempre foi reconhecido em crises anteriores. Com efeito, a actuação do FMI nas crises financeiras dos anos 90 foi frequentemente criticada com

o argumento que os grandes pacotes financeiros que a caracterizaram poderiam dar origem a '*moral hazard*' (i.e. incentivos adversos tanto por parte de países devedores como dos credores internacionais, podendo inclusivamente contribuir para o agravamento dos efeitos da crise) e que o leque de facilidades financeiras de que dispunha ser pouco orientado para resolver crises com origem na balança de capitais, que passaram a ser mais relevantes a partir de então.

Assim, com o seu papel redefinido, são várias as reformas em discussão no FMI que visam tornar a instituição mais adequada à prevenção e resolução de crises financeiras. Estas reformas abrangem a totalidade das áreas da sua actuação: os recursos financeiros de que dispõe, a governação, as facilidades financeiras de apoio à crise e a vigilância do sistema monetário e financeiro internacional.

Com efeito, a decisão dos países do G-20, na Cimeira de Abril, em Londres, confirmada agora em Pittsburg, de aumentar os recursos disponíveis para o FMI em 750 mil milhões de dólares, constitui uma indicação do papel que a instituição deverá assumir na resolução da crise. As reformas em curso no âmbito da governação (que abrangem a antecipação por dois anos da revisão prevista das quotas, a configuração do Conselho Executivo, a eventual transformação do IMFC num órgão mais activo e com poder de decisão), contribuem para aumentar a voz e representação dos países emergentes e de baixo rendimento, e permitirão tornar a organização mais representativa ao nível da economia global e, conseqüentemente, mais eficaz.

No âmbito das facilidades de financiamento do FMI, várias iniciativas traduzem claramente uma preocupação em tornar as facilidades financeiras do Fundo mais orientadas para os problemas e circunstâncias individuais dos países membros. Isso mesmo se reflecte nas iniciativas de aumentar o acesso dos países membros aos recursos

do Fundo, de flexibilizar esse acesso, por exemplo, através da nova *Flexible Credit Line* que substituiu a necessidade de condicionalidade *ex post* por critérios de elegibilidade *ex ante*, ou na de redefinir a condicionalidade e eliminar alguns elementos que poderão contribuir para o estigma por vezes associado aos programas do Fundo, como por exemplo a eliminação de critérios de performance estrutural, cuja não observância teria de implicar um abdicar formal do critério ou o não cumprimento do programa do FMI. A disponibilização de um montante mais elevado de recursos e a reforma das facilidades destinadas a apoiar os países de baixo rendimento, particularmente vulneráveis à crise financeira, também reflectem esta preocupação. Este facto é ilustrado pela consolidação no *Poverty Reduction and Growth Trust* dos diversos *trusts* anteriormente existentes, no âmbito do qual são criadas três novas facilidades: a *Extended Credit Facility*, a *Standby Credit Facility* e a *Rapid Credit Facility*, que substituem os instrumentos anteriormente existentes

No que respeita à vigilância do sistema financeiro internacional, as reformas em curso são no sentido de conferir uma maior ênfase à vigilância macro-prudencial e multilateral. Pretende-se com estas reformas integrar melhor a análise de políticas macroeconómicas com a dos sistemas financeiros, bem como entre a vigilância bilateral e multilateral, procurando deste modo melhor identificar riscos, problemas de contágio e *spillovers* que estiveram na origem da actual crise.

Embora ainda seja prematuro qualquer comentário quanto à eficácia de todas estas reformas, elas traduzem um esforço no sentido de responder à maioria dos problemas identificados como as causas da actual crise financeira e parecem revelar da parte da comunidade internacional uma inédita vontade de cooperação. Esta vontade vai ser

posta à prova nos próximos tempos em relação a um problema fundamental ainda não resolvido, o dos chamados desequilíbrios macroeconómicos globais. A existência de vários países com enormes défices externos em contraponto com outros que apresentam significativos excedentes não permitirá um crescimento equilibrado da economia mundial e pode facilmente originar novas crises no futuro. A coordenação de políticas de ajustamento que resolvam este problema vai exigir um grau de cooperação internacional que não tem precedente histórico. A nova realidade geopolítica que resulta da consagração do G20 como principal órgão da governação mundial, constitui um factor positivo. Esperemos apenas que a lucidez dos dirigentes mundiais esteja à altura das suas responsabilidades.

Lisboa 29 de Setembro de 2009