



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Intervenção do Senhor Governador do Banco de Portugal no XX Encontro de Lisboa

4 de Outubro de 2010

Senhores Embaixadores, Senhores Governadores, Minhas Senhoras e Meus Senhores

Nos três últimos anos, a economia internacional mergulhou na maior crise dos últimos setenta anos, com grave impacto, embora diferenciado, na economia de cada um dos nossos países.

Assistimos hoje a um processo de retoma económica que é ainda frágil, na medida em que subsistem riscos de recaída, e que é também desigual. Há manifestas diferenças na situação em que se encontram as diferentes economias, tanto do ponto de vista do crescimento do produto e do emprego como da sua exposição e grau de vulnerabilidade à perda de confiança e à turbulência que atravessam os mercados financeiros internacionais.

Por isso, penso que se impõe uma reflexão:

- Sobre as causas determinantes da crise que estamos ou, noutros casos, acabamos de atravessar;
- Sobre a adequação da resposta dos bancos centrais e dos governos;
- Sobre os problemas que subsistem, isto é, sobre a agenda da política monetária, financeira e económica com que os nossos países vão estar inelutavelmente confrontados a curto e a médio prazo.

1. As causas e a dinâmica da crise

Em primeiro lugar, é preciso ter presente que a crise económica e financeira teve origem na área financeira das economias mais desenvolvidas, que depois se propagou ao sector produtivo de bens e serviços e às finanças públicas dos demais países, para, por via de regresso, voltar a ter impacto sobre o sector financeiro, ao afectar as condições de financiamento e a qualidade das carteiras de crédito das instituições financeiras que não tinham estado directamente expostas aos produtos tóxicos – os quais haviam desencadeado a onda de insolvências e de desconfiança nos mercados financeiros.

Este fenómeno de propagação constitui em si mesmo a melhor demonstração do elevado grau de interdependência internacional e, em particular, do grau de exposição de todas as economias à instabilidade do sistema financeiro transnacional e, por consequência, à qualidade e natureza dos sistemas de supervisão a que aquele está sujeito.

Desse modo, a recente crise económica e financeira internacional revelou falhas importantes no funcionamento dos mercados e na gestão de risco por parte de muitas instituições financeiras, para o que contribuiu a imperfeição de regras internacionais de supervisão financeira. Por outro lado, veio demonstrar que tanto as regras, as disciplinas e as práticas de supervisão financeira como o perímetro a que estas se aplicam não dizem respeito apenas aos países de origem das instituições financeiras. Trata-se de matérias que interessam a todos os países e que, por isso, requerem uma estreita coordenação no plano internacional, assente na fixação de princípios e de regras mínimas a respeitar.

Ainda no capítulo das causas e da dinâmica da crise, importa ter presente que as práticas financeiras que a originaram foram fruto não só de um quadro desajustado e complacente de supervisão das instituições financeiras mas também de um conjunto de desequilíbrios fundamentais que propiciaram a produção e a colocação de produtos de elevado risco e transparência reduzida.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Os anos que precederam a crise ficaram marcados pela acumulação de desequilíbrios das balanças de transacções correntes de algumas das grandes economias mundiais, com acumulação de reservas por parte dos países exportadores líquidos e crescentes níveis de endividamento dos consumidores dos países deficitários.

Em termos financeiros, os excedentes de liquidez e de poupanças em busca de aplicações financeiras à escala global estiveram na origem do declínio dos diferenciais de prémios de risco entre diferentes segmentos de mercado e entre diferentes níveis de notação, assim como da reduzida volatilidade financeira e dos baixos níveis de taxas de juro ao longo da curva de maturidades. Neste contexto, o sistema financeiro internacional funcionou não só como um mecanismo de estímulo a uma procura latente mas também, na medida em que beneficiou de um quadro de supervisão complacente, como um factor de forte potenciação de uma espiral de financiamento de activos de elevado risco.

Na origem da crise estiveram, pois, não só as falhas de supervisão das instituições financeiras com actividade ou influência internacional mas também a persistência de desequilíbrios à escala global. Estes desequilíbrios requerem igualmente um quadro institucional de coordenação internacional e mecanismos que conduzam os países a ter em conta os *spill-overs* externos das suas decisões e orientações de política económica, tendo em conta que a estabilidade externa condiciona ou determina a estabilidade interna.

2. A natureza e a adequação da resposta dos bancos centrais e dos governos à crise financeira e económica internacional

Como foi dito, a crise económica e financeira internacional desencadeou-se no sistema financeiro norte-americano, alastrou à quase generalidade das economias avançadas e, em menor grau, às economias emergentes. No último trimestre de 2008, agudizou-se. A falência do banco de investimento Lehman Brothers desencadeou o aumento generalizado dos níveis de incerteza e de aversão ao risco e a queda



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

abrupta da confiança e das expectativas dos agentes, com o consequente agravamento drástico da restritividade das condições de financiamento a nível global. Os reflexos desta crise rapidamente se propagaram à economia real, num contexto de forte integração das cadeias produtivas internacionais, provocando um colapso do comércio mundial e a acentuada deterioração económica global.

Esta situação, que ameaçava transformar-se numa segunda Grande Depressão - por via de uma espiral de efeitos sistémicos decorrentes da interacção entre as crises económica e financeira - gerou uma resposta sem precedentes dos bancos centrais e dos governos, tendo em vista três grandes objectivos:

- A estabilidade do mercado monetário;
- A estabilidade do sistema financeiro;
- A minimização do impacto da crise no crescimento e no emprego.

2.1. No que respeita à salvaguarda da estabilidade monetária, a resposta da generalidade dos bancos centrais ao impacto da crise consistiu:

- Primeiro, na fixação de taxas de juro oficiais em níveis próximos de zero;
- Segundo, na adopção por parte significativa dos bancos centrais de medidas não convencionais de política monetária, nomeadamente na Europa, no aumento da maturidade e dos montantes das operações de cedência de liquidez, bem como na cedência a taxa fixa, com acomodação integral da procura e com alargamento dos critérios de elegibilidade dos activos aceites como colateral;
- Terceiro, na aquisição de títulos de dívida pública e privada;
- Na aceitação de novas contrapartes para as operações de política monetária.

Com este conjunto de respostas, tratou-se de manter sob controlo as tensões nos mercados monetários, de reduzir o risco sistémico no sector bancário e nos mercados financeiros, de reduzir a incerteza dos agentes económicos e o prémio de risco da dívida privada e, desse modo, contribuir para estimular ou sustentar a procura.

Em consequência, os bancos centrais registaram um crescimento muito significativo dos respectivos balanços e um aumento expressivo da quota-parte das operações de



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

refinanciamento a prazo mais alargado, as quais, no caso do Eurosistema, passaram a representar cerca do dobro das operações principais de refinanciamento.

Esta linha de orientação dos bancos centrais, sem pôr em causa o objectivo da estabilidade monetária, foi modulada em função do desenrolar da crise e, em particular, do estado dos mercados monetário e financeiro.

No que respeita à **resposta dos bancos centrais que integram o Eurosistema**, importa referir **três fases**:

1. No período de Outubro de 2008 a Novembro de 2009, o BCE, através dos bancos centrais nacionais do Eurosistema, tal como os bancos centrais dos Estados Unidos e do Reino Unido, adoptou, em parte de forma coordenada internacionalmente, um vasto conjunto de medidas de cedência abundante de liquidez, de modo a contrariar a crise de confiança desencadeada pela falência do banco de investimento Lehman Brothers, que se traduzira num abrupto e substancial aperto das condições de crédito nos mercados monetários, designadamente na selecção mais apertada das contrapartes, na redução das linhas de crédito e na exigência mais estrita de colateral. Tratou-se, para os bancos centrais, de evitar uma crise de liquidez.

As taxas de juro oficiais foram reduzidas a um ritmo e numa escala sem precedentes, tendo as taxas de cedência atingido mínimos históricos. Em consequência, registou-se um aumento do peso dos bancos centrais na intermediação financeira e uma expansão significativa dos respectivos balanços, com importantes alterações na sua estrutura.

2. Entre Novembro de 2009 e Maio de 2010. Dada a melhoria entretanto observada nas condições dos mercados financeiros, os bancos centrais do Eurosistema, em Dezembro de 2009, decidiram que deveria iniciar-se o processo de reversão gradual das medidas não convencionais. Com a retirada de algumas dessas medidas, pretendia evitar-se o surgimento de distorções, designadamente o eventual adiamento dos necessários ajustamentos nos



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

balanços dos bancos. Essa decisão implicou a redução do número de operações de refinanciamento de prazo alargado no primeiro trimestre de 2010. Em Março de 2010, o Conselho do BCE decidiu prosseguir o processo de reversão gradual das medidas não convencionais. No mesmo momento, foi ainda tomada a decisão de realizar leilões de taxa variável nas operações regulares de refinanciamento de prazo alargado de três meses, a partir de Abril de 2010.

3. Em **Maio de 2010**, agudizaram-se as tensões no mercado da dívida pública, que vinham a sentir-se desde os últimos meses de 2009, com o aumento significativo dos juros da dívida pública grega e o contágio a outras economias da área do euro, em particular às da Irlanda, Portugal e Espanha. Alguns bancos voltaram a sentir dificuldades de financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso e os diferenciais das taxas de juro do mercado monetário entre transacções com e sem garantia voltaram a alargar-se. Confrontados com estas fortes perturbações dos mercados financeiros, os bancos centrais do Eurosistema decidiram reverter algumas das decisões tomadas anteriormente e tomar novas medidas, com o objectivo de restaurar a liquidez e a profundidade nos segmentos de mercado disfuncionais e, assim, repor o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

2.2. No que respeita à **salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro**, a resposta foi partilhada entre governos e autoridades de supervisão, quer no plano nacional quer no plano internacional.

No caso dos Estados-Membros da União Europeia, a resposta foi fortemente coordenada e desenrolou-se:

- Em dois tempos: no imediato, a estabilização do sistema e, a prazo, a revisão dos objectivos, dos princípios e das regras de supervisão prudencial e da arquitectura institucional de coordenação das autoridades de supervisão; e
- Em dois planos: o comunitário e o internacional, nomeadamente no âmbito do Comité de Basileia.

A salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro determinou uma intervenção activa das autoridades financeiras, enquadrada por decisões da União Europeia, com vista a repor a confiança nas instituições bancárias, nomeadamente através da concessão de garantias e, em alguns casos, com injeções de capital em bancos e a criação de esquemas de remoção, dos balanços dos bancos, de activos com fortes imparidades. Tais medidas tiveram impacto significativo nos défices orçamentais e nas dívidas públicas dos países cujos sistemas financeiros tinham sido mais atingidos pela crise.

No caso português, a intervenção das autoridades financeiras desdobrou-se em seis planos distintos:

- Reforço dos capitais próprios dos bancos, com a recomendação de um montante mínimo para o Tier 1 superior a 8%, a partir do fim de Setembro de 2009;
- Adopção de um instrumento público de apoio ao reforço dos capitais das instituições solventes e concessão de garantias do Estado para efeitos de refinanciamento.
- Aumento da garantia concedida pelo Fundo de Garantia de Depósitos, de 25 mil euros para 100 mil euros, por depositante e por instituição;
- Reforço dos deveres de transparência e de informação prestada pelas instituições de crédito;
- Reforço dos poderes de coordenação do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros;
- Alteração dos princípios contabilísticos aplicáveis aos activos que as instituições de crédito detenham até à maturidade.

No que respeita à **revisão dos objectivos, dos princípios e das regras de supervisão prudencial e dos quadros institucionais de coordenação no domínio financeiro**, a discussão tem-se centrado na necessidade de:

- Introduzir um elemento contra-cíclico nalguns aspectos da regulação;
- Mitigar o impacto sistémico de algumas instituições que possam ser consideradas *too-big-to-fail* ou *too-interconnected-to-fail*;
- Promover o correcto alinhamento dos incentivos no sistema financeiro, sobretudo no que diz respeito a práticas de gestão de risco e a políticas remuneratórias;
- Rever o perímetro de regulação do sistema financeiro;
- Rever alguns aspectos do enquadramento regulamentar, em particular no que se refere à adequação de fundos próprios, ao grau de alavancagem do sistema financeiro e ao risco de liquidez.

No que respeita à **arquitectura institucional de coordenação das autoridades de supervisão da União Europeia**, a crise financeira e, em particular, a crise de instituições financeiras com implantação em vários Estados-Membros, demonstraram a importância de existir uma estreita articulação e cooperação entre países que partilham responsabilidades na supervisão de grandes grupos financeiros. Em consequência, a reflexão efectuada sobre possíveis alterações na arquitectura da regulação a nível europeu culminou na publicação do relatório **de Larosière** em Fevereiro de 2009.

O relatório de Larosière propôs a criação de um organismo responsável pela política macroprudencial e pela emissão de alertas (*early warning*) sobre os riscos macroprudenciais. Propôs ainda a criação de três autoridades de supervisão europeia, por transformação dos três comités já existentes - Committee of European Banking Supervisors (CEBS), Committee of European Insurance and Occupational



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Pensions (CEIOPS) e Committee of European Securities Regulators (CESR) -, acompanhada de um reforço de competências e poderes de supervisão microprudencial, nomeadamente:

1. Coordenação do trabalho dos supervisores nacionais;
2. Resolução de potenciais conflitos entre supervisores nacionais nos colégios de supervisores em questões relacionadas com grupos financeiros internacionais;
3. Promoção da harmonização de regras nacionais de supervisão;
4. Supervisão de algumas instituições pan-europeias reguladas ao nível da União Europeia, tais como agências de *rating* de crédito.

Em Setembro de 2009, foram apresentadas as propostas legislativas sobre a criação do novo enquadramento regulamentar. O novo enquadramento tem por base dois pilares distintos: a **supervisão microprudencial** (integrando a European Banking Authority - EBA, a European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA e a European Securities and Markets Authority - ESMA) e a **supervisão macroprudencial** (com a criação do European Systemic Risk Board - ESRB).

Em Setembro de 2010, o Parlamento Europeu aprovou a legislação que reforma a supervisão financeira, que entra em funcionamento no início de 2011.

2.3 No que respeita à **minimização do impacto da crise sobre o crescimento e o emprego**, a resposta coube aos governos e decorreu em paralelo e em cooperação com as autoridades monetárias.

A acção dos governos centrou-se essencialmente na adopção de políticas de estímulo da procura, isto é, na adopção de uma orientação expansionista para a política orçamental. No caso dos Estados-Membros da União Europeia, tratou-se de dar seguimento à orientação do Conselho Europeu, que preconizou um incremento da despesa pública que produzisse efeitos imediatos, que minimizasse o impacto da crise em termos de crescimento e de emprego e que tivesse natureza transitória (*"timely, targeted and temporary"*).

Os programas nacionais de estímulo orçamental tiveram uma natureza e uma ordem de grandeza que variou de país para país.

No curto prazo, a resposta dos governos foi eficaz, minimizando o impacto da crise financeira internacional no crescimento e no emprego. Mesmo que a evolução registada tenha sido negativa e dolorosa, pode afirmar-se com segurança que foi muito melhor do que aquela que teria acontecido num cenário de inacção dos governos. A crise não se transformou na grande depressão, como aconteceu há setenta anos.

Todavia, o sucesso da resposta dos governos foi acompanhado da emergência de novos problemas, que reflectem o facto de a orientação preconizada tanto no plano europeu como no plano internacional ter sido ditada pela gravidade e pela urgência da resposta, veiculando, implicitamente, a ideia de "one size fits all". De facto, é hoje razoavelmente seguro afirmar que, na generalidade dos casos, os programas adoptados não tiveram em conta nem a situação orçamental de partida nem o imperativo de transitoriedade das medidas, que deveriam ser reversíveis com a retoma da economia. Em consequência, assistiu-se a um triplo fenómeno:

- Aumento generalizado dos défices das finanças públicas;
- Agravamento dos défices primários quando corrigidos da componente cíclica;
- Emergência de trajectórias da dívida pública inconsistentes com um princípio de sustentabilidade a médio prazo.

Estes desenvolvimentos das finanças públicas, num contexto de menor confiança dos mercados e de maior escrutínio do risco das alternativas de aplicação financeira, determinaram um aumento da aversão dos investidores internacionais e uma maior discriminação do risco soberano entre países da área do euro. Por isso, a partir do final de Abril e início de Maio de 2010, surgiram disfuncionalidades em todo o espectro de maturidades dos mercados de dívida soberana, incluindo aumentos muito significativos das taxas de rendibilidade e crescentes dificuldades de colocação de emissões de alguns países.

Os desenvolvimentos nos mercados do risco soberano, acompanhados pela revisão em baixa do *rating* dos emissores soberanos, tiveram um impacto negativo no sistema financeiro europeu a vários títulos:

- Em primeiro lugar, afectaram negativamente a valorização das carteiras de dívida soberana dos bancos, gerando movimentos de venda e uma redução no apetite de compra, o que, por via de regresso, acentuou a evolução negativa do correspondente mercado da dívida soberana;
- Em segundo lugar, determinaram uma desconfiança dos mercados em relação ao grau de exposição dos bancos ao risco soberano e, em particular, a exposição aos soberanos que suscitavam dúvidas quanto à sustentabilidade da respectiva dívida pública;
- Em terceiro lugar, determinaram uma crescente dificuldade, por parte dos bancos dos países afectados pela desconfiança dos mercados, no acesso aos mercados de dívida por grosso e um aumento do custo de financiamento, que culminou com a impossibilidade de esses bancos acederem aos mercados;
- Em quarto lugar, determinaram uma redução do valor das garantias concedidas pelos governos desses países à emissão de dívida por parte dos seus bancos, limitando a capacidade para pôr em prática novas medidas de suporte ao sistema financeiro e, assim, aumentando a sua vulnerabilidade a potenciais choques futuros.
- E, como resultado da crise da dívida soberana e das dificuldades de acesso dos bancos aos mercados, determinaram uma pressão para a desalavancagem do sistema financeiro dos países em causa, o que implicou uma maior restritividade na concessão de crédito ao sector privado não financeiro, com impacto negativo sobre a evolução da procura interna, do produto e do emprego, por um lado, e sobre o valor dos activos, por outro lado.

Esta constelação de implicações da evolução dos mercados de dívida soberana afectou particularmente os países que têm défice estrutural de poupança e, entre



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

estes, aqueles em que o sector não público depende do sistema financeiro para aceder ao financiamento externo e/ou que têm uma estrutura produtiva e uma história recente de reduzido nível de crescimento económico.

De facto, os países em que a poupança interna supera as necessidades de financiamento dos agentes domésticos não foram sujeitos ao mesmo escrutínio dos mercados financeiros internacionais, mesmo quando o valor do défice e o valor da dívida são mais elevados do que os valores registados pelos soberanos apanhados pela turbulência dos mercados.

Por todas as razões expostas, pode dizer-se que a resposta dos governos da União Europeia acabou por introduzir uma dimensão adicional à crise: os problemas da dívida soberana de alguns e, de forma derivada, as dificuldades de refinanciamento dos respectivos sistemas bancários, mesmo para maturidades curtas e para operações garantidas pelo Estado ou por adequados colaterais; em consequência, tornou-se eminente o *credit crunch* que tinha sido evitado no momento inicial em que a crise financeira se propagou internacionalmente.

Deste modo, os Estados-Membros da União Europeia e o Eurosistema ficaram progressivamente confrontados, a partir do final do primeiro trimestre de 2010, com três novos problemas:

- O disfuncionamento do mercado de dívida soberana;
- A dúvida sobre o impacto da desvalorização das carteiras de crédito e, em particular, de dívida soberana, sobre a solvabilidade dos bancos que as detinham;
- As dificuldades de acesso aos mercados por parte dos bancos dos países expostos ao disfuncionamento do mercado da dívida soberana.

A resposta dos bancos centrais do Eurosistema foi tripla:

- Aquisição em mercado secundário de títulos da dívida pública dos países expostos ao disfuncionamento do mercado, quando tal se revelasse necessário



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

para garantir o funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária;

- Realização, em cooperação com as autoridades de supervisão, de testes de resistência aos bancos e publicação dos respectivos resultados, para repor a confiança dos mercados na solvabilidade do sistema financeiro europeu;
- Manutenção das medidas não convencionais de cedência de liquidez, contemplando as necessidades dos bancos cujo acesso aos mercados tinha sido dificultado.

A resposta dos governos, por seu lado, passou a estar dependente de uma articulação no plano europeu, dado que, no limite, os visados pela desconfiança dos mercados já não dispunham de graus de liberdade ou de margem de manobra para responder isoladamente às dificuldades de financiamento dos défices públicos. Tal articulação pressupunha a criação de mecanismos europeus de resposta e, em consequência, a partilha de esforço entre os Estados-Membros da União Europeia e um compromisso fiável por parte dos Estados beneficiários.

Esta resposta foi precipitada pela escalada do custo de financiamento do governo grego a partir de meados de Abril. As perspectivas de dificuldades de refinanciamento num horizonte de curto prazo motivaram iniciativas de âmbito europeu, em articulação com o FMI, no sentido de disponibilizar uma linha de crédito à Grécia no montante de 110 mil milhões de euros.

No início de Maio, foram definidos os termos e as condições deste empréstimo, o qual, não obstante, não foi suficiente para mitigar a escalada das tensões nos mercados de dívida soberana. Assim, no dia 9 de Maio, foi anunciado pelo Conselho da União Europeia um pacote de medidas, acompanhado de um compromisso de consolidação fiscal por parte dos Estados-Membros. Este pacote inclui um mecanismo de estabilização financeira até ao montante de 500 mil milhões de euros (750 mil milhões de euros, com a contribuição do FMI), sendo o apoio sujeito a regras estritas definidas pela União Europeia e pelo FMI.

Esta resposta, determinada pela urgência da situação, necessita, entretanto, de um quadro institucional e de regras que reforcem a disciplina de todos os membros do grupo e, desse modo, justifiquem a criação e o accionamento de mecanismos de resposta conjunta às dificuldades de um ou de vários membros do grupo. Estão actualmente em discussão várias propostas no sentido do reforço do quadro de supervisão orçamental europeu, para além do que está definido no Pacto de Estabilidade. Este debate deverá centrar-se em torno de elementos vitais para a credibilidade a prazo do sistema e, em particular, sobre o procedimento aplicável em caso de violações, pelos Estados-Membros, das normas estabelecidas.

No passado dia 28 de Setembro, a Comissão Europeia divulgou um conjunto de propostas, contendo duas orientações principais:

- Em primeiro lugar, propõe-se a criação de um mecanismo para a prevenção e correcção de desequilíbrios macroeconómicos (*excessive imbalance procedure*), que compreende uma avaliação regular dos riscos e desequilíbrios macroeconómicos dos Estados-Membros, um mecanismo de alerta e regras desenhadas para permitir uma acção correctiva, no caso de os desequilíbrios macroeconómicos se estenderem para além da política orçamental. Este mecanismo prevê a existência de sanções pecuniárias aos países que repetidamente falhem a adopção das recomendações do Conselho;
- Em segundo lugar, propõe-se uma reforma do quadro específico de supervisão orçamental - alterando-se, portanto, alguns aspectos do Pacto de Estabilidade e Crescimento -, assente em três pilares: antecipação da imposição de sanções aos países que violem as regras orçamentais, estabelecendo-se o pagamento de multas a partir do momento em que é iniciado o procedimento de défices excessivos; operacionalização do critério relativo ao rácio da dívida, definindo-se de forma explícita o que se considera uma diminuição suficiente para atingir o valor de referência de 60 por cento do PIB; e propostas que visam o cumprimento de requisitos mínimos no que respeita aos procedimentos orçamentais nos Estados-Membros, nomeadamente adopção de uma



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

perspectiva orçamental plurianual, de regras orçamentais explícitas e de transparência de responsabilidades e contingências.

3. A agenda da política monetária, económica e financeira a curto e a médio prazo e os imperativos com que está confrontada a economia portuguesa

A retoma que está em curso, que é frágil e desigual, não significa que se vão desvanecer as questões que nos interpelaram durante a crise. De facto, a crise revelou as fragilidades estruturais das diferentes economias – que potenciaram o impacto da crise e explicam o impacto diferenciado da crise – bem como diferentes posturas de políticas macroeconómicas. As fragilidades estruturais são específicas de cada um dos países e é nesse plano que têm de ter resposta, num quadro de orientações ajustadas das políticas monetária, económica e financeira.

Neste contexto, há desafios comuns que importa ter presente:

1. O retorno às condições normais de funcionamento da política monetária, tendo por objectivo a salvaguarda da estabilidade nominal, condição necessária de um processo de desenvolvimento sustentado;
2. A reposição de uma trajectória de sustentabilidade das finanças públicas;
3. A criação de condições favoráveis ao crescimento e à criação de emprego
4. O reforço da estabilidade do sistema financeiro.

É da conjugação destes desafios com as fragilidades específicas de cada uma das economias que se estabelece a agenda de prioridades de política económica e monetária, a curto e a médio prazo, para cada um dos países europeus.

No caso português, o imperativo da estabilidade nominal está consagrado pela nossa participação no Sistema Europeu de Bancos Centrais.

A questão que se coloca, e que é muito relevante, tem a ver com o ajustamento do sistema financeiro nacional ao desmantelamento das medidas não convencionais de



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

cedência de liquidez. Os bancos portugueses – e, por seu intermédio, a economia portuguesa - necessitam de ter acesso a fontes alternativas de financiamento para poderem eduzir a sua dependência das operações de cedência de liquidez por parte do Eurosistema. Isso significa que o impacto da normalização da política monetária do Eurosistema vai depender, de forma crucial, do modo como evoluir a percepção externa do risco soberano português – e esta evolução depende, de modo crítico, da consolidação das finanças públicas nacionais.

Por tudo isto, a sustentabilidade das finanças públicas é hoje, em Portugal, a pedra angular de uma agenda que compreende outros quatro imperativos nacionais: o aumento da taxa de poupança das famílias e da taxa de autofinanciamento das empresas; a racionalidade na afectação de recursos e no investimento, de forma a maximizar o crescimento e o emprego e reduzir o desequilíbrio externo; e o reforço da estabilidade do sistema financeiro, tendo em conta que se trata de uma peça essencial no financiamento eficiente do processo de desenvolvimento sustentado.

O primeiro imperativo nacional é o reforço da sustentabilidade das finanças públicas.

A crise da dívida soberana que estamos a atravessar veio recordar que a avaliação do risco soberano pelos mercados financeiros se caracteriza pela sua descontinuidade.

Veio igualmente demonstrar que a perda de confiança dos mercados no risco de um dado país é tanto mais grave quanto maior for a dependência do financiamento exterior e quanto maior for a quota-parte do financiamento exterior canalizada pelo sistema bancário (ou, *a contrario*, quanto menor for a capacidade das empresas para aceder directamente aos financiamentos externos ou quanto menor for o fluxo de entradas autónomas de capitais).

Numa economia como a portuguesa, que tem uma insuficiência estrutural de poupança interna e que, por isso, depende do financiamento externo, o grau de robustez da posição financeira do Estado determina a margem de manobra do país



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

para, num contexto de instabilidade, gerir os riscos macroeconómicos e conter os níveis de incerteza na economia. Uma dúvida sobre a sustentabilidade das finanças públicas representa muito mais do que uma dificuldade de financiamento do Estado. Dado o papel que o Estado ocupa na malha económica, representa também um aumento do risco de todos os outros devedores e, por consequência, um aumento do risco do sistema financeiro (o chamado *efeito de contágio*).

A sustentabilidade das finanças públicas constitui uma tarefa de fôlego, que requer acções imediatas e credíveis, uma trajectória sustentada, assente em medidas estruturantes, de redução do défice primário e de estabilização/redução do peso da dívida pública no produto; requer ainda um quadro institucional que reforce a transparência das decisões com impacto orçamental e que, por essa via, recentre o debate orçamental na sua verdadeira vocação: fazer opções transparentes quanto à aplicação de recursos escassos entre finalidades políticas que concorrem pelos mesmos recursos.

Neste contexto, e a muito curto prazo, é necessário assegurar o cumprimento dos objectivos orçamentais anunciados para 2010 e 2011.

O conjunto extenso de medidas orçamentais anunciadas na semana passada constitui um passo importante no sentido de credibilizar a estratégia de consolidação orçamental anunciada em Maio deste ano.

Mas não basta. Torna-se absolutamente crucial encontrar um consenso político credível para o orçamento de 2011. Sendo a consolidação das finanças públicas um imperativo incontornável, importa ter presente que os custos que vai implicar irão depender do momento e da credibilidade da sua implementação. Quanto mais cedo for feito e mais credível for o esforço de consolidação, menor será o impacto da crise soberana no sector bancário e, através deste, no financiamento da actividade produtiva.

Mas não basta focar a atenção em 2010 e 2011. Trata-se de um passo crítico. Todavia, o problema de fundo persiste: a necessidade de garantir a robustez das finanças



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

públicas, de forma a conferir ao Estado a capacidade de reagir e gerir riscos macroeconómicos e incertezas induzidas por factores de instabilidade externa.

Para tal, é necessário criar as condições estruturais que permitam uma preparação atempada e um controlo eficaz da política orçamental, sendo particularmente importante a qualidade dos procedimentos. E isso é tanto mais necessário quando, num futuro próximo, diversos factores concorrerem no sentido de dificultar a prossecução de políticas orçamentais sustentáveis à luz dos critérios actuais da sua aplicação e definição. Bastará ter presentes os desenvolvimentos demográficos, marcados pelo envelhecimento da população, que vão implicar pressões acrescidas sobre a despesa pública nos próximos anos. As despesas em saúde e as despesas sociais, como os cuidados com os mais idosos, tenderão a multiplicar-se de forma muito significativa. Estarão em causa compromissos de coesão social interna, de cariz económico e social, que não podem ser ignorados e que, por isso, tornam bastante mais exigente o escrupuloso cumprimento dos objectivos orçamentais.

Isto é, a salvaguarda dos compromissos de coesão socioeconómica requer uma preparação do orçamento assente numa perspectiva de estabilidade e previsibilidade, quer na componente de despesa quer no seu financiamento. Em vários países europeus foram introduzidas experiências desta natureza, sempre em resposta a dificuldades orçamentais. A Suécia é um bom exemplo deste tipo de situações, ao introduzir um conjunto de regras orçamentais na sequência da crise económica do início dos anos 90.

A sustentabilidade das finanças públicas requer um consenso político alargado sobre os princípios basilares que devem comandar um processo orçamental que vise a sustentabilidade:

- i. Transparência, previsibilidade no financiamento e centralização das fases iniciais do processo orçamental (uma abordagem *top-down* na definição dos limites da despesa) e uma limitação na definição da despesa por parte de níveis da Administração Pública sem capacidade de gerar receitas;



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

- ii. Aumento da transparência no reporte e na análise da informação das contas públicas, nomeadamente através do fornecimento, regular e atempado, de informação sobre o sector público empresarial; e, por outro lado, o alargamento da abrangência e da frequência com que se dispõe de informação numa óptica de contabilidade nacional, por oposição a simples registos de caixa;
- iii. Estabelecimento de um quadro orçamental plurianual com objectivos vinculativos de curto e médio prazo, desejavelmente para um período de seis anos, consistente com uma trajectória de sustentabilidade das finanças públicas;
- iv. Por último, um quadro institucional que reforce a transparência das decisões com impacto orçamental, imediato ou diferido.

Neste sentido, a criação de uma agência independente, com a função principal de acompanhar a evolução das finanças públicas, inspirada noutros modelos já testados e bem sucedidos, constituiria uma inovação institucional que poderia ser determinante da qualidade dos processos de decisão orçamental e, por essa via, da melhoria das finanças públicas. Este tipo de instituições, que constitui uma das dimensões mais relevantes dos processos orçamentais nalguns países europeus, contribuiria significativamente para o aumento da transparência da informação de finanças públicas, para a avaliação do impacto de longo prazo das opções orçamentais.

Caberia a essa agência independente avaliar o cumprimento dos objectivos e regras orçamentais existentes, procedendo a um julgamento técnico independente dos impactos financeiros de longo prazo das políticas públicas e dos diferentes compromissos assumidos, contribuindo para a qualidade da discussão orçamental.

A entrada em funcionamento de uma agência independente desta natureza requer um consenso político alargado sobre algumas regras básicas de orçamentação, nomeadamente a possível existência de tectos nominais à despesa, regras de equilíbrio orçamental aplicadas a vários níveis da Administração Pública, utilização de princípios de orçamentação por programas sujeitos a uma avaliação adequada dos



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

resultados (utilizando métodos analíticos/científicos adequados), e a criação explícita de objectivos de curto e médio prazo através da orçamentação plurianual.

Estas alterações nos procedimentos orçamentais permitiriam um reforço da autonomia nacional na definição da política orçamental no contexto europeu. As recentes alterações introduzidas pelo Conselho Europeu de Ministros das Finanças, através da implementação do chamado "**Semestre Europeu**", tornam o processo de avaliação dos Programas Nacionais de Reforma bastante mais exigente para os Estados-Membros. A implementação de um conjunto de reformas no processo orçamental, em linha com estes princípios, seria a melhor forma de enfrentar estas alterações.

Neste último campo, refere-se a necessidade de assegurar a qualidade e a consistência mínimas no quadro orçamental da união monetária. Deste modo, os Estados-Membros devem adoptar uma perspectiva orçamental plurianual e adoptar regras orçamentais explícitas. Por outro lado, os Estados-Membros devem garantir que os procedimentos se aplicam a todas as sub-entidades e administrações públicas e garantir a transparência do processo orçamental, fornecendo informação detalhada sobre fundos não incluídos no orçamento, despesas fiscais e responsabilidades contingentes.

Neste contexto de profunda reforma dos quadros de supervisão financeira e económica, as autoridades portuguesas não podem deixar de agir com oportunidade, adequando o quadro de regulação interno às novas realidades. As reformas internas permitirão o reforço da credibilidade externa da economia portuguesa, designadamente em resultado da melhoria dos procedimentos e regras orçamentais.

O segundo imperativo nacional é o reforço da poupança do sector privado, especialmente das empresas não financeiras.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

A insuficiência da poupança interna para fazer face ao investimento interno constitui uma característica estrutural e uma vulnerabilidade da economia portuguesa que se revelará sempre, e de forma aguda, quando haja instabilidade financeira internacional ou um agravamento da percepção externa do risco português.

Importa actuar sobre três planos em simultâneo:

1. O reforço da poupança das famílias, através da introdução de produtos e, sobretudo, de motivações de poupança que induzam a redução da proporção do rendimento que é consumida;
2. A promoção do maior autofinanciamento das empresas, dissuadindo modelos de distribuição de resultados que pressupõem a persistência de modelos de financiamento assentes numa alavancagem levada ao limite, com o correspondente risco/custo para o sistema de intermediação financeira e para a economia no seu todo;
3. A captação de poupança externa através de IDE e a aquisição de participações de estrangeiros no capital de empresas nacionais, que permite compensar o défice de poupança interna sem agravar o endividamento externo, com efeitos favoráveis sobre o crescimento potencial da economia, designadamente através da transferência de tecnologia e do aumento da eficiência.

O terceiro imperativo nacional consiste na optimização da afectação de recursos e do investimento de forma a maximizar o crescimento e o emprego e reduzir o desequilíbrio externo.

A qualidade do investimento assume importância crítica na definição do modelo e na determinação da robustez do processo de desenvolvimento económico. Para o entender, basta reconhecer que o retorno do investimento condiciona não só o crescimento e o emprego mas também a sustentabilidade das finanças públicas e, por essa via, as opções de coesão económica e social de uma dada sociedade - ou seja, o modelo social revelado pela estrutura de despesas e receitas do orçamento.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

A qualidade do investimento é ainda mais relevante nos países que, como Portugal, têm um défice estrutural de poupança interna e, que, por isso, recorrem ao endividamento externo para o financiar.

Importa compreender que os mecanismos de alocação da poupança ao investimento e o alinhamento dos incentivos, explícitos ou contextuais, com a maximização do retorno, constituem um domínio crítico para minimizar a vulnerabilidade estrutural da economia portuguesa e criar uma dinâmica de crescimento que gere emprego e valor.

No caso da economia portuguesa, o contributo do investimento para o crescimento do produto potencial encontra-se hoje muito condicionado por várias ordens de factores:

- A proporção do investimento não produtivo(e, portanto, sem retorno), por parte das famílias, do Estado e, mesmo, das empresas;
- A falta de mecanismos institucionais de hierarquização do investimento público com impacto nas condições gerais de produção e do investimento produtivo, em função do retorno económico esperado;
- A ausência de uma abordagem integrada de investimentos públicos complementares com impacto na produtividade da economia, culminando em investimentos parcelares cujo retorno fica comprometido ou condicionado;
- A proporção do investimento privado que se dirige a mercados com preços administrados ou mercados cativos e retorno garantido por pagamentos públicos.

Importa rever o quadro institucional e dos instrumentos financeiros, tornando perceptível o custo de oportunidade das diferentes opções de afectação de recursos, de modo a que as famílias privilegiem aplicações financeiras que contribuam para o investimento produtivo da respectiva poupança.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Importa, por outro lado, reformular e centralizar o modelo de decisão dos investimentos públicos, de forma a ter em consideração as restrições que decorrem da sustentabilidade das finanças públicas e, tendo em conta esta restrição absoluta, hierarquizar o investimento em função do retorno económico esperado, calculado segundo metodologias correspondentes às melhores práticas. O escrutínio independente dos investimentos públicos, a análise das falhas do passado e a consideração do valor de outras alternativas de investimento são bons princípios a adoptar.

Importa, por último, que o Estado apenas interfira com a lógica da oferta e da procura, designadamente assumindo o risco de procura e, desse modo, o retorno do investimento, para corrigir falhas de mercado ou para tomar em conta reconhecidas externalidades do investimento.

Estes princípios constituem um conjunto de condições necessárias não só para maximizar o retorno mas também para evitar que, num contexto de restrição externa, se produza um efeito de *crowding out*, que penalize o investimento no sector de bens transaccionáveis.

Importa também melhorar a capacidade orgânica de perspectivação estratégica e de avaliação dos investimentos, por parte quer de investidores quer de financiadores, ultrapassando uma cultura que tende a medir o risco pela suficiência do colateral. Uma avaliação incorrecta dos projectos de investimento conduz inevitavelmente a uma ineficiente afectação de recursos, podendo mesmo colocar em risco a solidez financeira dos investidores e financiadores, levantando preocupações de natureza sistémica.

A afectação racional da poupança requer também uma revisão do funcionamento dos mercados de produto e do trabalho, removendo os obstáculos a uma eficaz reafectação dos recursos produtivos para os sectores mais competitivos, condição particularmente importante para o crescimento económico e para uma integração bem sucedida no mercado global.

O quarto e último imperativo nacional consiste no reforço da estabilidade do sistema financeiro português.

Como foi dito, a solidez e a eficiência do sistema financeiro português constituem elementos-chave de um processo de desenvolvimento sustentado da economia portuguesa, dado o papel crítico que lhe cabe no financiamento da economia. A estabilidade do sistema financeiro constitui um dos objectivos nucleares da acção do Banco de Portugal, como tive a ocasião de declarar no momento da minha tomada de posse das funções de Governador.

Genericamente, as novas regras prudenciais constituem peças essenciais para assegurar a estabilidade do sistema financeiro internacional a médio e longo prazo, mitigando elementos de vulnerabilidade que potenciaram os efeitos desta crise financeira.

Contudo, é importante assegurar que este processo de reformulação não seja um factor de perturbação da intermediação financeira e, por essa via, da economia. De facto, e apesar de a maior parte destas medidas contribuir para tornar os bancos mais resistentes a choques, evitando que a concessão de crédito à economia seja perturbada em períodos desfavoráveis, torna-se necessário avaliar os efeitos sobre a intermediação financeira da implementação simultânea destas medidas. E também é importante detectar e avaliar eventuais distorções concorrenciais que possam decorrer destas alterações, uma vez que existem diferenças muito substanciais nas medidas a implementar em diferentes áreas geográficas e em diferentes tipos de instituições financeiras.



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

Todavia, há que ter sempre presente que, no actual quadro de permanente escrutínio internacional, a solidez do sistema financeiro mede-se pela observância das regras prudenciais emanadas das instâncias de coordenação europeia e internacional. Um país, como o nosso, em que o sistema financeiro constitui uma peça charneira do financiamento externo da economia, não pode correr o risco de não se alinhar pelos melhores padrões e pelas melhores práticas de supervisão prudencial. Não o fazer significaria agravar as condições de intermediação financeira e, em consequência, limitar o potencial de crescimento da economia. Foi esse o ânimo que motivou a aplicação estrita das metodologias do CEBS na avaliação da resistência dos bancos aos choques adversos.

Considero, por isso, que o sistema financeiro português se deve preparar para responder às novas regras prudenciais que decorrem do compromisso alcançado pelo Comité de Basileia e que serão objecto de transposição no ordenamento jurídico comunitário. Isso significa planear as acções necessárias para lhes dar satisfação dentro dos calendários que foram definidos. Para tal, importa que os bancos portugueses avaliem as implicações das novas regras, nomeadamente das que visam reforçar a qualidade dos seus fundos próprios (em particular, dos fundos próprios de base), mitigar a alavancagem, melhorar a gestão e supervisão do risco de liquidez e introduzir medidas de natureza contra-cíclica na regulação do sistema financeiro.

Ainda no capítulo da supervisão, gostaria de realçar que a agenda das organizações internacionais, como a OCDE e a UE, tem vindo a atribuir crescente relevância à regulação dos produtos bancários a retalho e à protecção dos clientes, relevância acentuada pela recente crise económica e financeira. O mercado do crédito é um dos temas a que tem sido dada grande ênfase na sequência da crise financeira internacional, nomeadamente pela necessidade de reforçar a regulação das instituições e dos intermediários de crédito, no que respeita aos deveres de informação e às características dos produtos, bem como pela importância da concessão responsável de crédito e pela avaliação da solvabilidade dos clientes.

A supervisão comportamental, que está confiada ao Banco de Portugal, vai colocar novos desafios ao sistema financeiro português. Penso que o sistema a deve tomar



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

como um contributo para o reforço da confiança dos clientes no sistema financeiro português e, na medida em que desenvolve a literacia financeira, um factor de promoção da poupança e de decisões de aplicação financeira consistentes com as preferências de risco dos aforradores.

Penso que há matérias que requerem uma atitude mais proactiva do sistema bancário, nomeadamente através da adopção de códigos de boas práticas que garantam uma relação transparente e equilibrada com o cliente. O Banco de Portugal será um regulador zeloso e muito empenhado no funcionamento eficiente do sistema financeiro, que respeite os princípios de transparência e equilíbrio da relação bancária, e fará uso das suas competências sempre que tal for necessário, especialmente no sentido de reforçar a confiança dos clientes do sistema financeiro, uma das pedras angulares da respectiva estabilidade.

Senhores Embaixadores, Senhores Governadores, minhas Senhoras e meus Senhores.

A economia portuguesa está confrontada com quatro imperativos que condicionam a sua trajectória de desenvolvimento sustentado: a sustentabilidade das finanças públicas, o incremento da poupança interna, a maximização do retorno da alocação da poupança ao investimento produtivo e o reforço da estabilidade e da eficiência do sistema financeiro - que demonstrou que está sólido e que é eficiente.

São imperativos que retroagem entre si. Todavia, há um imperativo que sobredetermina os demais: a consolidação orçamental e a sustentabilidade das finanças públicas. Este é o factor que condiciona tanto a disponibilidade de financiamento para o investimento produtivo como a capacidade de o sistema financeiro continuar a assegurar o acesso ao financiamento externo necessário para a superar o desequilíbrio entre a poupança interna e as necessidades de financiamento do investimento.

Ou seja: a robustez das finanças públicas determina tanto a qualidade como a intensidade e a sustentabilidade do processo de crescimento e de criação de



Banco de Portugal

EUROSISTEMA

emprego. Em suma, a consolidação orçamental e a sustentabilidade das finanças públicas são um imperativo iniludível e a pedra angular do futuro do país.

Carlos da Silva Costa

Lisboa, 4 de Outubro de 2010