



MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

**XXI Encontro de Lisboa entre as Delegações dos Bancos Centrais dos Países de Língua Oficial Portuguesa à Assembleia Anual do FMI/BM**

Banco de Portugal

– 19 de Setembro de 2011 –

Intervenção do Ministro de Estado e das Finanças

Vítor Gaspar

Senhor Governador do Banco de Portugal,  
Senhores Governadores dos Bancos Centrais dos Países de Língua Oficial Portuguesa,  
Minhas Senhoras e meus Senhores,

É com muito gosto que encerro este Encontro entre as delegações dos Países de Língua Oficial Portuguesa, onde houve a oportunidade de abordar e reflectir sobre os desenvolvimentos económicos recentes, perspectivas futuras e financiamento da economia mundial, dando continuidade aos temas debatidos nas Assembleias de Governadores do Grupo do Banco Africano de Desenvolvimento que Portugal acolheu no passado mês de Junho.

Passaram já quatro anos desde o início da crise e a economia mundial continua a enfrentar fortes tensões nos mercados financeiros internacionais. Apesar da significativa recuperação da actividade económica mundial em 2010 e 2011, existe o risco de as tensões recentes no centro do sistema financeiro internacional virem a ter repercussões severas sobre o crescimento global. Parece-me assim oportuno fazer um balanço dos desenvolvimentos passados e fazer algumas considerações sobre as respostas e as opções de política económica no contexto da actual crise.

Assim, gostaria de começar por fazer uma breve análise sobre a determinação das políticas adoptadas a nível mundial; de seguida, avançarei com algumas considerações sobre a necessidade de considerar simultaneamente as dimensões de estabilização e de ajustamento



## MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

durável, onde farei algumas referências à experiência portuguesa de 2008 e 2009; finalmente, concluirei com alguns elementos que me parecem importantes para a condução das políticas económicas e financeiras em países que não fazem parte do centro do sistema financeiro internacional.

**1. Esta crise assumiu um carácter global, tendo revelado um elevado grau de interdependência das economias e uma grande disponibilidade das autoridades nacionais para participar na coordenação e cooperação multilateral das respectivas políticas económicas.**

Esta disponibilidade representa uma viragem na governação económica global e constitui também uma das principais diferenças entre a crise actual e a que ocorreu durante a Grande Depressão. As respostas à crise dos anos 30 foram essencialmente de carácter nacional e unilateral. Actualmente, o grau e a complexidade das relações de interdependência económica e financeira tornam desejável que as políticas económicas nacionais sejam objecto de escrutínio, discussão e negociação ao nível da comunidade internacional, em virtude do potencial risco sistémico que possam vir a representar.

A tendência será assim de um reforço da coordenação internacional e do estabelecimento de novas “regras do jogo”. A criação de mecanismos de supervisão multilateral terá um contributo importante neste processo. Neste sentido, é de louvar a recente proposta do G20 de avançar com um conjunto de indicadores e directrizes que permitam avaliar e intervir atempadamente na correcção de desequilíbrios excessivos e persistentes, tendo em consideração a política orçamental, monetária e cambial dos países.

**2. As políticas económicas de resposta à crise revelam também uma tensão entre perspectivas de curto e de longo prazo. Actualmente, o grande desafio de política económica é o de conciliar medidas de estabilização de curto prazo com medidas de ajustamento e crescimento de longo prazo, tanto a nível das economias nacionais, como a nível global.**



## MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

O actual contexto económico português é paradigmático das potenciais consequências da ausência de ênfase na sustentabilidade e ajustamento de longo prazo. Portugal acumulou durante mais de uma década desequilíbrios macroeconómicos e debilidades estruturais que se traduziram numa situação de endividamento excessivo. A dívida externa líquida, medida pela posição de investimento internacional, aumentou de 32% do PIB em 1999 para 89% em 2007 e para 108% em 2010. Em paralelo, a economia exibiu um fraco crescimento económico. Portugal dispunha assim de uma reduzida margem de manobra para a adopção de medidas de estímulo orçamental em resposta à crise de 2008-2009. No entanto, este problema foi subestimado, tendo Portugal adoptado em 2008 e 2009 uma deliberada política orçamental de estímulo à actividade económica para amortecer os efeitos da crise. Esta política conduziu a uma deterioração acentuada do défice orçamental, que atingiu o valor histórico de 10,1% do PIB em 2009, e a um agravamento da dívida pública em 11,4 p.p. do PIB para 83%. Muito embora no curto prazo o impacto destas medidas tenha sortido o efeito desejado na actividade económica – o PIB cresceu 1,3% em 2010, após uma contracção de 2,5% em 2009 – estas não evitaram que a economia entrasse novamente em recessão em 2011. *Ex-post*, a recuperação económica revelou-se artificial e insustentável.

Desde modo, a percepção de risco de crédito dos investidores internacionais relativamente à dívida portuguesa deteriorou-se significativamente. Esta determinou um forte agravamento das condições de financiamento da economia, tornando inevitável o pedido de ajuda financeira internacional em Abril de 2011.

De igual modo, e no que diz respeito à economia global, a principal preocupação tem sido a de estabilização macroeconómica, com a adopção de medidas que visam atenuar no curto prazo os efeitos das perturbações financeiras na actividade económica. O ajustamento estrutural tem vindo a ser sucessivamente adiado. Esta opção permitiu uma recuperação relativamente célere da actividade económica a nível mundial, mas não assegura a sua sustentabilidade.

Com efeito, verifica-se a persistência de desequilíbrios globais, nomeadamente ao nível das contas públicas e das contas externas, bem como do sector financeiro, que se traduzem numa elevada vulnerabilidade face a alterações na percepção de risco nos mercados



## MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

internacionais. Apesar de alguma correcção dos desequilíbrios macroeconómicos globais nos últimos anos, estes permanecem elevados e existe o risco de se acentuarem novamente. Com efeito, grande parte da correcção traduziu efeitos cíclicos e, por conseguinte, de natureza temporária. Uma correcção continuada exige a implementação de medidas de carácter estrutural:

- Nas economias deficitárias será necessário implementar políticas que conduzam a níveis de poupança mais elevados; nas economias excedentárias é necessário rebalancear o crescimento a favor da procura interna, o que deverá envolver políticas cambiais mais flexíveis.
- A nível do sistema financeiro, o novo consenso emergente reconhece que é preciso uma combinação de políticas para combater a acumulação de desequilíbrios financeiros. Em particular, as políticas macro-prudenciais e as políticas de supervisão e regulação devem ser reforçadas no sentido de promover uma gestão adequada do risco.
- Por último, a reforma nos mercados de capitais das economias em desenvolvimento e de mercado emergente deverá prosseguir. Esta permitirá aumentar a oferta de oportunidades de investimento a nível local e reduzir o fluxo excessivo de poupanças para mercados mais desenvolvidos.

Minhas senhoras e meus senhores,

Permitam-me agora, algumas considerações que penso que poderão ser de grande relevância para a condução das políticas económicas e financeiras em países distantes do centro do sistema financeiro internacional.

**3. A crise actual afecta o centro do sistema financeiro internacional. Neste contexto, é particularmente importante adoptar medidas que promovam uma diminuição da vulnerabilidade dos países periféricos a choques na economia internacional e a alterações abruptas nas condições de financiamento externo.**

O período prolongado de taxas de juro baixas na generalidade das economias avançadas tem proporcionado condições de financiamento favoráveis para as economias em desenvolvimento e de mercado emergente, incluindo entradas de capitais em grande escala.



## MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

Para além disso tem-se verificado uma evolução ascendente dos preços de produtos primários, com um peso considerável na actividade económica e exportações de muitos destes países. Deste modo, estas economias têm manifestado um grande dinamismo, verificando taxas de crescimento elevadas. Em 2010, e de acordo com dados do FMI, as economias em desenvolvimento e de mercado emergente registaram um crescimento do PIB de 7.3%, que compara com 5.1% a nível mundial e com 3.1% nas economias avançadas (5.1% na África-subariana e 7.5% no Brasil).

Este contexto favorável deverá ser encarado como uma oportunidade para a adopção de políticas de ajustamento estrutural que promovam o crescimento sustentável a longo prazo, incluindo também o reforço do quadro regulamentar e institucional.

No entanto, em condições de financiamento favoráveis durante um período prolongado de tempo, existe o risco de acumulação excessiva de endividamento externo. As autoridades deverão, por isso, estar atentas aos níveis de dívida, particularmente no caso de endividamento em moeda estrangeira.

A crise da dívida pública dos anos 80 é bem ilustrativa deste risco. Atraídas por taxas de juro baixas, várias economias em desenvolvimento contraíram elevados níveis de dívida em moeda estrangeira, indexada a taxas de curto prazo. Os choques petrolíferos da década de 70 e início dos anos 80, traduziram-se em pressões inflacionistas nos países desenvolvidos, levando a um aumento das taxas de juro nestas economias. Deste modo, os custos do serviço de dívida dos países em desenvolvimento aumentaram de forma dramática, resultando numa situação de incumprimento por parte de várias destas economias.

Uma das formas de minimizar os riscos associados ao endividamento externo passa por adoptar políticas que promovam o financiamento estável da economia. Este pode ser garantido por via do investimento directo estrangeiro ou pela tomada de participação em empresas, em alternativa a instrumentos de dívida.

Por último gostaria de salientar os riscos que decorrem da elevada dependência de alguns países em relação à exportação de bens primários, cujos preços estão em níveis historicamente elevados nos mercados internacionais. A evolução passada demonstra que



## MINISTÉRIO DAS FINANÇAS

estes preços estão sujeitos a uma elevada volatilidade. Isto sugere uma política de gestão sustentável dos ganhos acumulados em períodos de alta de preços (em geral, temporários) através do estabelecimento de mecanismos de reserva.

Um exemplo destes mecanismos são os fundos soberanos, de entre os quais se destaca o Fundo de Petróleo da Noruega. Este teve na sua origem uma preocupação com a redistribuição inter-geracional da riqueza gerada a partir dos recursos naturais. A utilização deste fundo tem também um efeito estabilizador na economia, evitando o desenvolvimento de pressões inflacionistas. De facto, este tipo de preocupações terá também estado na origem da criação do Fundo Petrolífero de Timor-Leste.

De uma forma geral, o aspecto mais relevante é o da importância de manter políticas prudentes em tempos de expansão. É nestes períodos, quando tudo parece possível, que se corre o risco de acumular as debilidades de desequilíbrios que serão inevitavelmente revelados no contexto de uma próxima crise.

Minhas Senhoras e meus Senhores,

Faço votos para que a tarde de hoje e os próximos dias em Washington DC proporcionem a todas as delegações um espaço de reflexão, de diálogo e de procura conjunta de iniciativas coordenadas que apoiem a estabilidade financeira global e que assegurem o ajustamento necessário à promoção de um maior crescimento económico mundial.

Muito obrigado.