

## **Síntese**

# **O código da OCDE sobre liberalização dos movimentos de capitais : quarenta anos de experiência**

## **Overview**

### **Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements Portuguese translation**

As sínteses são excertos de publicações da OCDE,  
encontrando-se livremente disponíveis na livraria em linha :

[www.oecd.org/bookshop/](http://www.oecd.org/bookshop/)

Esta síntese não é uma tradução oficial da OCDE.



**ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT**

**ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICOS**

## Resumo e Conclusões

### 1. Perspectiva dos códigos da OCDE sobre liberalização num contexto global em evolução

---

*O código da OCDE sobre liberalização dos movimentos de capitais :  
único instrumento multilateral existente que promove a liberalização  
das contas de capital.*

---

Há quarenta anos que a OCDE promove entre os seus membros a liberalização progressiva das operações de contas correntes e de capital. Desde que a organização foi fundada, em 1961, a sua perspectiva sobre a abertura dos mercados materializou-se nos dois códigos da OCDE sobre liberalização, a saber, o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais e o Código de Liberalização das Operações Invisíveis (que abrange os serviços transfronteiriços). Destes dois, o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais continua a ser o único instrumento multilateral actualmente disponível que promove a liberalização dos movimentos de capitais.

---

*Os controlos de capitais foram abolidos praticamente em todos os  
países membros da OCDE.*

---

Na área da OCDE, a liberalização das contas de capital evoluiu de tal maneira que os controlos de capitais se encontram hoje abolidos praticamente em todos os países membros. Países membros e não membros têm solicitado à OCDE que torne acessível a um auditório mais amplo a sua vasta experiência em matéria de liberalização das contas de capital, especialmente após o enriquecimento resultante da recente adesão à Organização, a partir de 1994, de seis novos países membros (México, República Checa, Hungria, Polónia, Coreia e República Eslovaca).

---

*O processo de avaliação entre pares desenvolvido pela OCDE  
permite que cada país compare os regulamentos e medidas nacionais  
com os que são aplicados noutros países.*

---

Pensou-se que esta experiência, apoiada na metodologia da avaliação entre pares decorrente dos códigos da OCDE, poderia ser útil aos decisores políticos que, nas economias de mercado emergentes, se empenham em abrir as suas contas de capital. Esta utilidade afigura-se particularmente importante na situação actual, marcada por um ambiente de sensibilidade acrescida aos riscos inerentes à abertura do sector financeiro nacional a fluxos de capital potencialmente voláteis. Os membros da OCDE enfrentaram esses riscos e prosseguiram na via da liberalização, de maneira a beneficiarem das vantagens essenciais proporcionadas pelo acesso a maiores reservas de recursos financeiros, bem

como de conhecimentos e tecnologia. A perspectiva da OCDE não se fundamenta em dogmas, em negociações políticas, ou em recomendações prescritivas pormenorizadas sobre a aplicação das políticas públicas, preferindo optar por uma aprendizagem partilhada e vantajosa para todos, durante a qual se debatem e comentam os obstáculos individuais e colectivos surgidos ao longo do percurso rumo aos mercados abertos. Comprovou-se que a pressão entre pares num quadro multilateral pode criar fortes incentivos ao ajustamento das políticas por parte das autoridades. Os países, ao compararem os regulamentos e medidas nacionais com os que são aplicados por outros países participantes neste processo, podem obter orientação e ajuda numa área política tão complexa como é a da liberalização financeira.

---

*A reforma da regulamentação do sector financeiro nacional e a liberalização das contas de capital são dois processos que se reforçam mutuamente ...*

---

O presente estudo descreve o papel desempenhado pela OCDE na promoção, consolidação e enraizamento das medidas de liberalização tomadas pelos seus membros. Ainda que sublinhe a importância de um enquadramento político macro-económico adequado – em especial para salvaguardar a coerência entre esse enquadramento e o regime de taxas de câmbio vigente –, este estudo não procede a uma análise aprofundada das políticas macro-económicas existentes nos países membros, centrando-se antes na estreita e complexa interligação que existe entre liberalização financeira interna e externa. Defende-se neste estudo que os dois processos – isto é, a liberalização das actividades do sector financeiro nacional e o abrandamento dos controlos sobre os fluxos de capitais externos – resultam em grande medida dos mesmos incentivos e pressões. Surgindo como manifestações das reformas da legislação financeira aplicadas pelos países no sentido de beneficiarem das vantagens de uma afectação, baseada no mercado, dos recursos financeiros de origem nacional ou estrangeira, fica bem patente que os dois processos se reforçam mutuamente.

---

*... uma vez que ambos procuram beneficiar das vantagens de uma afectação dos recursos financeiros baseada no mercado.*

---

Nenhum outro sector foi tão profundamente afectado pela revolução nas tecnologias da informação e da comunicação (principal impulsionadora da globalização) como o das actividades financeiras. Os resultados são visíveis por toda a parte na enorme intensificação do intercâmbio financeiro, o que torna a liberalização financeira inevitável para qualquer país que aspire a uma participação plena no sistema económico mundial.

---

*A participação activa nos complexos mercados financeiros internacionais da actualidade exige que se liberalize, mais tarde ou mais cedo.*

---

Devido ao aparecimento de um novo panorama financeiro internacional, o contexto político mudou profundamente ao longo do período em análise. Os progressos alcançados nos domínios das tecnologias de comunicação e da inovação de produto, além do próprio processo de liberalização em si, tiveram repercussões profundas sobre a maneira como as funções tradicionais do sistema financeiro são desempenhadas, arrastando consigo alterações do quadro institucional e regulamentar. As forças combinadas da mudança tecnológica rápida, do alargamento da gama de produtos e serviços e dos conglomerados e fusões de empresas (incluindo empresas internacionais), ocorridos no sector financeiro, obrigaram os políticos e legisladores nacionais e internacionais a fazer frente a um conjunto variado de desafios. O quadro regulamentar das instituições financeiras viu-se

profundamente alterado ao longo das duas últimas décadas, atribuindo-se cada vez mais importância à supervisão prudencial e observando-se uma cooperação crescente entre legisladores nacionais. Uma vez que um número crescente de países vai atingindo o nível de desenvolvimento económico e institucional que permite uma integração plena em mercados financeiros internacionais altamente desenvolvidos, esta tendência irá manter-se. Já não se trata de saber se é necessário liberalizar ou não, mas de entender melhor as tensões colaterais de forma a aumentar ao máximo as vantagens económicas e sociais da integração financeira.

---

*Porém, os políticos precisam de reconhecer que as crises financeiras podem ocorrer, como se viu com clareza na década iniciada em 1990*

---

...

Situações de crise do sistema bancário e cambial, com importantes custos económicos e sociais, continuam a verificar-se, não apenas por razões aleatórias mas devido à acumulação de muitas tensões de natureza diversa existentes no sistema financeiro e noutros sectores da economia. Embora se reconheça há muito que o enquadramento da política macro-económica – incluindo o regime cambial – é um factor decisivo para qualquer processo de liberalização bem ordenado, ultimamente têm assumido particular importância as situações de tensão provocadas por debilidade institucional, ou falhas na governança. Se bem que não sejam, de modo algum, um fenómeno recente, durante a década iniciada em 1990 assistiu-se a um grande número de crises no sistema cambial e bancário. Qualquer que seja a lição a retirar da experiência colectiva dos membros da OCDE em matéria de liberalização, ela deverá ter em conta a fortíssima aceleração da mobilidade dos capitais registada na última década – também marcada pelas graves crises no sistema bancário e cambial ocorridas em muitas economias de mercado emergentes, inclusive em alguns dos novos membros da OCDE.

---

*... devendo transformar a prevenção e gestão de crises numa das suas principais preocupações.*

---

Os efeitos de contágio transformaram a turbulência iniciada no Sudeste Asiático em 1997 numa crise financeira internacional de magnitude raramente vista em tempos de paz. A prevenção e gestão de crises tornaram-se, assim, numa das principais preocupações do debate político internacional em matéria de liberalização das contas de capital. O presente estudo enquadra a experiência da OCDE no contexto do ambiente político em mudança, do debate internacional actual e das iniciativas de prevenção das crises.

---

*O debate sobre a necessidade de uma nova arquitectura financeira internacional...*

---

A magnitude e generalização das crises financeiras internacionais mais recentes fizeram renovar o interesse pelas interligações potenciais entre liberalização das contas de capital e instabilidade financeira. O presente estudo recapitula os pontos de vista, expressos por muitos peritos e operadores de mercado no seguimento da crise internacional asiática, segundo os quais os decisores políticos e a comunidade financeira internacional estavam mal preparados para lidar com estas situações de crise. Ouviram-se apelos no sentido de uma nova uma reestruturação da “arquitetura financeira internacional,” incluindo a reforma das instituições de Bretton Woods, relançando-se o debate sobre as vantagens e inconvenientes dos controlos de capital.

---

*... foi gerando um consenso crescente quanto ao uso de normas, directrizes e boas práticas que garantam uma liberalização bem ordenada e segura das contas de capital...*

---

Desde então, muito trabalho tem sido dedicado à definição e desenvolvimento de boas práticas para aplicação universal em áreas chave da política financeira e económica, como solução eficaz para a prevenção de crises – alcançando-se consenso quanto às vantagens de optar por uma via que se apoie em certas normas. É evidente que as normas não são panaceia, mas podem servir de pedra angular para o aperfeiçoamento do sistema. A prevenção das crises pode ser mais eficaz se assentar na divulgação da informação em tempo útil, em políticas de recuperação adequadas (entre as quais uma supervisão prudencial avançada) e em instituições de alta qualidade. Dito isto, é preciso reconhecer que esta solução tem limites e obstáculos: por exemplo, nem sempre é possível garantir a recolha de informação dentro do prazo exigido. Apesar dos complexos Sistemas de Aviso Precoce criados pelas autoridades de supervisão para assinalar a iminência de uma crise, poderá acontecer que o alerta seja dado apenas depois do sucedido, uma vez que os fluxos de informação nos mercados financeiros são instantâneos. Nunca a supervisão prudencial será tão apertada que consiga impedir totalmente as instituições financeiras de optar por comportamentos excessivamente arriscados ou submissos. Mais importante é que o quadro institucional possa reforçar-se, ainda que de forma sempre lenta, uma vez que as novas práticas levam tempo a “enraizar-se” e a ser integralmente cumpridas – aspecto que justifica os apelos feitos pela comunidade política no sentido de se fazerem esforços para manter o ritmo das reformas a longo prazo.

---

*... e os controlos cambiais deixaram de ser uma opção de política para os países da OCDE.*

---

O presente estudo observa que os membros da OCDE deixaram de pensar nos controlos de capital como ferramenta viável, devido às alterações profundas dos métodos de governança entretanto introduzidas e num contexto de mercados financeiros altamente integrados. Trata-se, com brevidade, das propostas no sentido de melhorar a comunicação com entidades creditícias e investidores e da participação do sector privado na resolução das crises de endividamento do estado.

---

*A qualidade e bom funcionamento das instituições são factores decisivos para uma liberalização bem sucedida...*

---

As distorções geradoras de desajustamentos excessivos da contabilidade geral – em termos de risco cambial e do vencimento de activos e passivos nos sectores bancário e empresarial – e a existência de uma supervisão fraca e ineficaz devem-se à qualidade e funcionamento das instituições presentes numa economia. Se funcionarem bem, as instituições desempenham um importante papel ao ajudarem a resistir a pressões e choques externos, facto actualmente reconhecido pela generalidade dos académicos e políticos que participam no debate político internacional. As experiências de crise recentemente ocorridas em economias de mercado emergentes permitiram compreender melhor como é importante as economias nacionais disporem de uma infra-estrutura institucional bem desenvolvida, além de sistemas fiáveis de informação e governança, para conseguirem minimizar as vulnerabilidades externas.

---

*... e que exigem um estudo empírico mais aprofundado.*

---

O presente estudo defende a necessidade de analisar mais profundamente a infra-estrutura institucional e a capacidade das instituições para resistirem a pressões e choques. Nele se apresentam

vários indicadores estilizados, relativos à maioria dos actuais membros da OCDE e a algumas economias de mercado emergentes que não pertencem à organização. Esses indicadores incluem o desenvolvimento financeiro nacional, os sistemas institucionais/de governança, além de soluções provisórias de substituição para a intensidade dos controlos de capital em momentos diferentes. A história que apresentam é muito diversa. Com algumas excepções importantes, os mais antigos países membros da OCDE apenas lançaram o seu processo de desregulação financeira interna e externa depois de terem instituições fortes e operacionais. Os membros mais recentes dispuseram de menos tempo para atingirem os níveis adequados de estruturação das instituições/da governança antes da liberalização externa, razão pela qual enveredaram por uma rota acelerada, com liberalização e criação de instituições a decorrer em simultâneo. A análise resumida dos principais países não-membros da América Latina, África e Ásia não permite identificar com clareza um padrão discernível de evolução em sequência, tanto mais que, em alguns casos, foram tomadas medidas contrárias à liberalização.

---

*Em termos globais, a experiência dos membros da OCDE em matéria de uma progressiva liberalização financeira externa tem sido positiva*

...

No presente estudo também se apresentam análises pormenorizadas das experiências de liberalização ocorridas nos membros mais antigos da OCDE, além das experiências recentes dos seis novos membros da organização, ao assumirem e cumprirem as obrigações de liberalização constantes dos códigos. Em geral, o estudo conclui que a experiência dos membros no que respeita a uma progressiva liberalização financeira externa tem sido positiva. No que se refere aos efeitos gerais sobre a eficiência económica, desapareceram as barreiras que prejudicavam a eficiente afectação transfronteiriça dos capitais, alargando-se a gama de decisões sobre poupança inter-temporal ao dispor dos países, através do acesso a maiores reservas de capital. A abertura aos fluxos de entrada de capitais estrangeiros contribuiu para melhorar a concorrência, melhorando por isso o desempenho interno das próprias instituições financeiras nacionais.

---

*... uma vez que os sectores bancário e empresarial se tornaram mais competitivos e as carteiras de activos mais diversificadas.*

Criou-se assim uma oportunidade para as empresas nacionais, doravante livres de proceder a emissões de títulos no estrangeiro, se familiarizarem com a divulgação e outras normas de gestão empresarial que regulamentam os mercados de capitais avançados. Os agregados familiares e as empresas passaram a beneficiar das vantagens palpáveis de poderem diversificar as suas opções de carteira de activos, fora dos riscos específicos do seu país. Como acima se referiu, nos países que há mais tempo são membros da OCDE a experiência de crise foi relativamente limitada, uma vez que a maior parte do processo de liberalização evoluiu em sequência com a desregulação e a reforma dos sectores financeiros nacionais.

---

*A debilidade do sector financeiro foi mais acentuada nos novos países membros onde os atrasos em matéria de reforma estrutural e construção de instituições por vezes revelaram problemas graves de governança.*

Nos seis mais recentes países membros da OCDE, a tarefa de desenvolver e aperfeiçoar os sistemas de regulação e supervisão financeira foi uma componente crucial do processo de liberalização. Muitos dos obstáculos que, desde o início, impediam uma liberalização mais completa foram originados por um grau insuficiente de desenvolvimento e execução na prática da regulação e

supervisão financeira e, em alguma medida, pela manutenção de procedimentos discricionários obsoletos e excessivamente burocráticos. Na banca e nos mercados de valores mobiliários existiam debilidades institucionais graves e os organismos da administração pública careciam de capacidade para aplicar leis já aprovadas no sentido de incorporar as normas e princípios internacionais. Os novos membros da Europa Central e do Leste, sobretudo a República Checa e a Polónia, tiveram de suportar pressões e constrangimentos devidos às crises financeiras ocorridas na Ásia e na Rússia em 1997-98. A Coreia e o México enfrentaram crises financeiras generalizadas pouco depois de aderirem à Organização.

---

*Abrangência das reformas económicas e determinação em levá-las a bom termo são factores de importância crucial...*

---

Esta experiência sublinha a importância de levar a efeito reformas económicas que abrangem a totalidade da economia – já que os sistemas semi-liberalizados podem gerar desequilíbrios graves, de resolução potencialmente custosa em termos económicos, financeiros e sociais. A abrangência e determinação dos pacotes de reformas são factores decisivos para manter a credibilidade durante o período delicado da liberalização externa, uma vez que as previsões de fracasso dos programas de reforma podem ter incidências negativas rápidas sobre a forma como os investidores avaliam a situação do país.

---

*... para assegurar e manter a credibilidade durante o processo de liberalização.*

---

Neste contexto, é importante que, ao longo do período de reformas, os governos dirijam mensagens coerentes a todos os operadores do mercado, indicando que as autoridades tencionam desenvolver um processo bem ordenado de liberalização das contas de capital, recorrendo a fases previamente anunciadas e articulando-se com outras políticas de apoio. Entre os seis novos membros da OCDE, a estratégia seguida pela Hungria, ao anunciar as suas intenções políticas, sobressai pelo êxito alcançado.

---

*Ao partilharem a experiência com os membros mais antigos da OCDE, os novos membros rejeitam a reimposição de controlos ...*

---

O estudo sublinha que nenhum dos novos membros afectado por crises recorreu ao procedimento de derrogação previsto nos Códigos para suspender medidas de liberalização já tomadas, apesar da gravidade da crise atravessada. Embora, há décadas atrás, os membros mais antigos da OCDE recorressem com frequência à derrogação, hoje os países cada vez mais rejeitam a reimposição de controlos, como se comprovou com as crises relacionadas com o Mecanismo de Taxas de Câmbio que afectaram alguns dos membros mais antigos da OCDE.

---

*... mesmo em épocas de turbulência financeira aguda.*

---

Com efeito, além da eficácia limitada da reimposição de controlos, uma vez ultrapassado um determinado limiar crítico da liberalização, essa medida será negativamente interpretada pelos mercados internacionais e seus operadores. Em geral, qualquer país que reimponha controlos sobre operações previamente liberalizadas não só verá comprometido, no futuro, o seu acesso a créditos internacionais, mas enfrentará igualmente reveses potencialmente duradouros em termos de desenvolvimento, da sua posição no mercado financeiro e das suas ligações com outros centros financeiros.

Como complemento à descrição da experiência global dos membros antigos e novos da OCDE, o estudo apresenta em Anexo estudos de caso de alguns países, tratando das experiências de liberalização e reforma do sector financeiro, realizadas em simultâneo com a abertura externa das contas de capital, ocorridas na Finlândia, França e Portugal, respectivamente. Estes estudos de caso destinam-se a ilustrar as diferenças de perspectiva e a semelhança das dificuldades encontradas. Quanto aos novos membros, analisa-se resumidamente a crise cambial que a República Checa atravessou em Maio de 1997, caso que ilustra a importância crucial de se fomentar o recurso a práticas creditícias e de gestão de risco avançadas no sector bancário e de assegurar a supervisão eficaz deste em processos de liberalização.

## 2. Visão de conjunto – Lições e conclusões

---

*Uma liberalização externa bem sucedida exige que se preste toda a atenção às oportunidades e riscos resultantes do livre acesso aos mercados de capitais e monetários internacionais.*

---

Perante a diversidade de problemas e questões políticas que se levantam quando se debate a abertura das contas de capital, é essencial nunca perder de vista a vantagem fundamental e até agora inquestionável da liberalização destas: ela dá acesso aos mercados internacionais de capitais, permitindo que um país financie todo o tipo de actividades benéficas em termos sociais e económicos, independentemente das restrições impostas pelo nível de poupanças geradas pela economia nacional. Logo, a pergunta chave é: que uso está a ser dado a este financiamento suplementar? Das respostas a esta pergunta consegue-se formar opinião sobre as vulnerabilidades que podem estar ligadas ao aumento do endividamento externo – vulnerabilidades da contabilidade em que acaba por ser inscrito, do grau de transparência e divulgação destes factos, da gestão de risco e eficácia de supervisão dos intermediários financeiros envolvidos, do quadro jurídico relativo ao cumprimento e registo dos contratos, bem como à execução das garantias, dos processos de insolvabilidade, das práticas de administração nos sectores público e privado, etc.

---

*A divulgação da informação é uma condição imprescindível ...*

---

Daqui se pode retirar a primeira lição, a saber, que fornecer e divulgar a informação é essencial para que vá introduzindo o processo de abertura das contas de capital. Para que exista uma afectação eficiente dos capitais, para que se possa prever e prevenir a acumulação de vulnerabilidades na contabilidade geral, para que se possam gerir quaisquer debilidades e distorções potenciais no funcionamento da supervisão prudencial e dos sistemas de governança, os actores que participam no mercado, as autoridades de controlo e os restantes decisores políticos precisam de dispor da informação requerida.

---

*... para assegurar a divulgação plena e a transparência necessária à identificação do risco e para criar confiança.*

---

Desta informação constarão dados que permitam aos investidores avaliar o grau de transparência e responsabilização das demonstrações financeiras e auditorias divulgadas ao público, bem com o respectivo cumprimento das normas de regulação e supervisão vigentes. Exige-se igualmente que sejam divulgados, em tempo útil e com regularidade, os dados macro-económicos fundamentais referentes ao país em questão, para que os mercados internacionais possam utilizá-los como garantia contra comportamentos



submissos por desconhecimento. Exige-se ainda informação suplementar específica para que as vulnerabilidades potenciais e reais do sistema possam ser identificadas, a tempo de se tomarem as medidas necessárias.

---

*O cerne de qualquer sistema financeiro é a infra-estrutura institucional e de informação e a capacidade de contratação a longo prazo...*

---

Uma segunda lição, cada vez mais aceite como inquestionável no debate internacional sobre a liberalização das contas de capital, sublinha a importância crucial das instituições – da sua qualidade e bom funcionamento, bem como da sua capacidade para resistir a choques e tensões. Tem-se sugerido que o cerne de qualquer sistema financeiro é a infra-estrutura institucional e de informação e a capacidade de contratação a longo prazo, sem as quais as incertezas não podem ser avaliadas em termos de risco negociável. Isto diz sobretudo respeito ao sistema jurídico e de contratação, embora a existência de padrões elevados de governança nos sectores público e privado também seja fundamental para uma análise comparativa da infra-estrutura social de um país. No contexto da liberalização financeira, está também a tornar-se objecto de análise a função desempenhada pelas constituições, sistemas jurídicos, direitos de propriedade e outros elementos institucionais de ordem superior.

---

*... se bem que instituições fortes e uma governança credível não bastem para eliminar a vulnerabilidade às crises, já que os choques externos e o desequilíbrio das políticas macro-económicas também pesam.*

---

É preciso desenvolver investigação mais aprofundada sobre a relação existente entre liberalização financeira interna e externa, bem como sobre o papel das instituições num contexto de liberalização. Na conjuntura actual, não se pode afirmar que as economias munidas de sistemas institucionais/de governança adequados e de sectores financeiros devidamente desenvolvidos tenham capacidade para instituir uma liberalização plena dos movimentos de capital com risco nulo de crise cambial. Deve-se levar em conta a coerência da política orçamental, monetária e cambial, assim como a força de qualquer potencial choque externo. Os indicadores apresentados neste estudo são uma tentativa para medir a capacidade de recuperação das instituições e dos sectores financeiros nacionais a possíveis situações de tensão, à medida que se abrem as contas de capital. No entanto, esses indicadores fornecem-nos, dentro e fora do conjunto de membros da OCDE, exemplos de países que, apesar de possuírem níveis aparentemente suficientes de qualidade institucional e de desenvolvimento do sector financeiro, mesmo assim tiveram de fazer face a situações de crise quando abriram as suas contas de capital. Isto não contradiz, porém, a importância do bom funcionamento do quadro institucional, nem de se aprofundar a investigação sobre o papel e medição das instituições, como acima se sugeriu.

---

*Fasear as medidas de liberalização talvez seja uma opção política viável para os países sem instituições de apoio suficientes, nem bancos nacionais bem supervisionados.*

---

Surge assim a seguinte pergunta: em países que careçam do quadro institucional de apoio exigido, ou de sectores financeiros nacionais suficientemente avançados, será preferível adiar a liberalização, ou optar por uma solução faseada de levantamento dos controlos? Se se encontrar uma solução adequada e viável para fasear a liberalização dos movimentos de capitais, que se adapte às circunstâncias e permita gerir os riscos, esta talvez seja uma boa opção política, embora fique sempre a possibilidade de contornar as barreiras de controlo remanescentes, uma vez ultrapassado um

determinado limiar crítico da liberalização, como acima se referiu. A perspectiva dos códigos da OCDE favorece a liberdade total dos fluxos de investimento directo e do investimento em carteira de valores como prioridade, seguidos de outros fluxos de longo prazo relacionados com títulos de dívida. A maioria dos países membros têm tendido a afrouxar os controlos sobre créditos financeiros não relacionados com o comércio e, em último lugar, sobre as operações de depósito, mantendo também controlos sobre operações de derivados realizadas por entidades não-bancárias, para se protegerem da “especulação”. Passou-se o mesmo, embora com algumas variações, nos países que mais recentemente aderiram à OCDE : em alguns destes membros, a confiança excessiva depositada por bancos nacionais com supervisão e governança fracas na intermediação de fundos estrangeiros, em detrimento de empréstimo estrangeiro directamente contraído pelo sector empresarial, causou uma identificação e uma afectação inadequadas do risco e induziu grandes vulnerabilidades na contabilidade geral.

---

*Em geral, fasear resulta melhor em situações de complexidade financeira limitada.*

---

No entanto, é preciso reconhecer que a estratégia de favorecer inicialmente os fluxos de investimento de capital a longo prazo e desencorajar os fluxos mais voláteis, desenvolvida para ajustamento da carteira a curto prazo, funciona melhor em situações de complexidade financeira relativamente baixa. Antes mesmo de os novos instrumentos e técnicas de engenharia financeira começarem a proliferar nos mercados actuais, já era difícil estabelecer uma distinção, em termos economicamente significativos, entre fluxos de capital de curto e longo prazo. Por um lado, os créditos de curto prazo são frequentemente prorrogados, com intervalos repetidos, e as instituições de crédito contam com eles no seu planeamento financeiro. Por outro, nos mercados secundários é possível recorrer-se a instrumentos de longo prazo, mediante aviso com curta antecedência. Nos casos de investimento directo, há muitas décadas que os investidores têm a possibilidade de contrair empréstimos com base nos seus activos, reduzindo a divisa nacional através de operações de câmbio a contado e a prazo. Existe hoje um número elevadíssimo de soluções alternativas para alterar o prazo efectivo de reembolso de um investimento, dependendo da profundidade e da liquidez de cada mercado em particular.

---

*Uma vez ultrapassado um determinado nível crítico de desenvolvimento financeiro e de liberalização, os controlos remanescentes são mais fáceis de tornear em períodos de tensão.*

---

Em épocas de tensão e perda generalizada de confiança por parte dos actores participantes nos mercados internacionais, só a imposição de medidas draconianas permite manter as comportas fechadas. Reconhecendo esta realidade, alguns países optam por uma liberalização rápida e generalizada de todos (ou quase todos) os fluxos, contando essencialmente com a supervisão prudencial e a transparência acrescida proporcionada por níveis adequados de disponibilização e divulgação de informação relevante para avaliar e conter o risco associado aos fluxos de capital de curto prazo.

---

*Existe hoje um reconhecimento generalizado dos efeitos deformadores induzidos pelos controlos permanentes do capital...*

---

Assim, pergunta-se frequentemente se são necessárias salvaguardas suplementares, sob a forma de controlos sobre os fluxos de curto prazo, para prevenir problemas financeiros que se avizinhem. Isto não é a mesma coisa que defender a existência de controlos como características permanentes das políticas públicas, durante períodos de tempo mais prolongados. Existe hoje um reconhecimento

bastante generalizado dos efeitos deformadores de tais controlos, na medida em que protegem as instituições financeiras da concorrência estrangeira, enfraquecem a disciplina exercida sobre os decisores políticos, conferem poderes discricionários pouco saudáveis aos burocratas e convidam os grupos de interesse privilegiados a assumir comportamentos especulativos.

---

*... embora haja provas de que certas formas de controlo podem servir para prorrogar temporariamente o vencimento dos fluxos de entrada.*

---

Entre os controlos temporários sobre os fluxos de curto prazo, os que incidem sobre os fluxos de entrada têm defensores mais denodados. Argumenta-se que estes controlos se podem justificar como parte das medidas prudenciais, ou apoio a estas, e que produziram os resultados desejados em algumas circunstâncias. Em geral, concorda-se que os controlos sobre os fluxos de saída têm pouco efeito e podem ser até contraproducentes, revelando a inexistência de políticas eficazes ou, até, o pânico das autoridades ao lidarem com situações de crise.

---

*Já na década de 1970 os membros da OCDE percebiam a eficácia limitada dos controlos de capital. Hoje nem sequer os consideram uma opção política.*

---

De experiência da OCDE destacam-se dois factos nem sempre reflectidos no debate internacional. Primeiro, a ocorrência de crises não é, de modo algum, um fenómeno novo confinado a contextos de mercado emergentes, sendo uma característica do processo de liberalização da OCDE desde o início. Segundo, já na década iniciada em 1970 os membros da OCDE manifestavam o seu grande desencanto relativamente aos controlos impostos para conter os fluxos de curto prazo, por compreenderem a sua eficácia decrescente. Assim, os países da OCDE – na Europa e noutras regiões – passaram por várias crises cambiais no passado, sobretudo na década de 1970 com o colapso do sistema de Bretton Woods e o primeiro choque petrolífero, no início da década de 1980 com dois exemplos em França e em Itália, no início da década de 1990 nos países nórdicos e dentro do Sistema Monetário Europeu. No entanto, esta experiência de crise tendeu a tornar-se relativamente contida, uma vez que, em grande parte dos países, a liberalização foi levada a efeito juntamente com uma reforma dos sectores financeiros nacionais, além do que esses países possuíam previamente instituições que funcionavam bem.

---

*A determinação dos países da OCDE em avançar com a liberalização, apesar de serem possíveis episódios de instabilidade financeira ...*

---

A determinação dos países membros da OCDE em avançar com a liberalização, apesar da possível ocorrência periódica de instabilidade e perturbação do sistema financeiro, demonstra que a adopção de medidas políticas de ajustamento sancionadas pelos mercados financeiros liberalizados constituiu uma melhor opção política, e com mais garantias de estabilidade económica no futuro, que o recurso aos controlos de capital.

---

*... atesta as vantagens que se podem obter.*

---

Sempre que articulada com medidas económicas de acompanhamento e apoiada num enquadramento institucional, a mobilidade internacional dos capitais demonstrou gerar vantagens macro-económicas e ganhos de eficiência essenciais : proporciona uma melhor afectação da poupança mundial a aplicações produtivas, protege a liquidez das flutuações do rendimento nacional, reduz os

riscos de investimento ao favorecer a diversificação das carteiras e permite que os mercados internacionais transmitam sinais salutares para a disciplina das políticas macro-económicas. Nas últimas décadas, a liberalização dos movimentos de capitais passou a ser parte integrante das reformas legislativas destinadas a aperfeiçoar a governança das empresas e do estado e a transparência das regras em toda a economia.

### 3. Alargamento e intercâmbio das experiências da OCDE

---

*A complexidade das políticas e a singularidade das circunstâncias nacionais...*

---

A análise bibliográfica realizada no âmbito do presente estudo revela que, como política, a liberalização das contas de capital não é bem compreendida e continua a gerar polémica, no plano macro-económico e micro-económico. Cada perspectiva teórica tem implicações diferentes quanto às vantagens que se podem retirar da abertura das contas de capital e a análise empírica não produziu, até agora, resultados concludentes. No que respeita à análise de crises passadas, a investigação permitiu certamente identificar factores comuns, mas continua a ser evidente que nenhuma crise é igual a outra, quando se têm em conta as circunstâncias e características específicas de cada país afectado.

---

*...dificultam o desenvolvimento de soluções prescritivas.*

---

Isto significa que é provavelmente inevitável optar por uma aproximação micro-económica para compreender de maneira mais profunda os custos e benefícios da liberalização das contas de capital, não sendo certo que se possam aplicar de forma generalizada normas duras e rápidas para fasear as medidas de liberalização.

---

*A experiência da OCDE constitui um processo de aprendizagem partilhado e mutuamente vantajoso, apoiado nos princípios do Código dos Movimentos de Capitais...*

---

Num contexto multilateral, o singular processo de avaliação entre pares da OCDE pode servir de ajuda aos decisores políticos empenhados na liberalização financeira, tendo em conta a especificidade das suas circunstâncias e partilhando com eles, ao mesmo tempo, a experiência acumulada por países iguais em situações políticas semelhantes ou paralelas. A perspectiva da OCDE apoia-se num processo de aprendizagem partilhada e mutuamente vantajosa, em que os países “comparam” a legislação e medidas políticas nacionais com os padrões estabelecidos pelos códigos de liberalização e com os progressos conseguidos pelos participantes seus iguais neste processo destinado a atingir esses padrões. Desta maneira, os países recebem a orientação e apoio necessários à resolução das muitas e complexas questões políticas relacionadas com a liberalização financeira externa.

---

*... que pode ser alargado a países não membros através de uma perspectiva de avaliação entre iguais de concepção semelhante.*

---

Esta modalidade de cooperação internacional fundamentada, apoiada nos códigos de liberalização da OCDE, poderá ser útil aos decisores políticos de países não membros empenhados na abertura das suas contas de capital. A OCDE comprometeu-se a partilhar esta experiência o mais possível, em parceria com países não membros e outras organizações internacionais, para ponderar os benefícios e desafios da liberalização dos movimentos de capitais.

# Portugal<sup>1</sup>

## 1. Introdução

Tem permanecido quase ignorada a bem sucedida experiência portuguesa no plano da cooperação económica internacional, iniciada em 1961 com a adesão do país Organização para a Cooperação Económica Europeia como membro fundador, vinculando-se à União Europeia de Pagamentos e, conseqüentemente, aceitando as obrigações decorrentes dos Códigos de Liberalização de Movimentos de Capitais e Operações Invisíveis da OCDE. Por outro lado, reconhece-se hoje de forma generalizada o pleno êxito da adesão de Portugal à Comunidade Europeia, em 1986, e à zona Euro, em 1998.

Este entendimento de que Portugal foi um “bom aluno” da integração europeia encontra-se expresso no *Economic Survey* da OCDE de 1999 e em várias publicações académicas (p.ex., Brito, 2002 e Royo, 2002). Depois de reconhecer que os indicadores de desempenho económico haviam convergido, ou tinham mesmo ultrapassado as médias da OCDE, o *Survey* explica que o êxito se deveu a “um processo de reformas que, impulsionado em grande medida pela adesão à Comunidade Europeia, implicou um faseamento cuidadoso e progressivo na aplicação de medidas acompanhadas por uma gestão macro-económica prudente (p. 63)”. Como demonstra a experiência com os Códigos de Liberalização da OCDE, o país é também exemplo do papel desempenhado pela “pressão entre iguais” junto dos órgãos de decisão política nacionais.<sup>2</sup>

Devido à adesão à Associação Europeia de Comércio Livre na década de 60, e mais tarde à Comunidade Europeia, a economia portuguesa abriu-se ao comércio internacional de bens, serviços e mão-de-obra. A ratificação dos códigos de liberalização da OCDE ajudou também a atrair o investimento estrangeiro, embora o regime político mantivesse suspeitas quanto à liberdade financeira e à liberdade política. Por consequência, os bancos comerciais—muitos dos quais pertencentes a conglomerados industriais e financeiros—eram regulados pelo governo.

Pouco depois da primeira crise petrolífera, a economia e a sociedade viram-se sujeitas a uma série de choques que devem ter parecido pouco habituais na OCDE. De natureza macro-económica, alguns desses choques geraram inflação e a problemas na balança de pagamentos, mas foram principalmente causados por uma tentativa feita para alterar o sistema económico baseado na iniciativa privada. Na realidade, entre 1975 e 1996, grande parte do sector bancário português passou primeiro de privado a estatal e depois de novo a privado. A privatização do sector bancário (abrangendo cerca de dois terços da actividade financeira, em depósitos ou créditos) integrou-se na liberalização geral da economia e do sistema financeiro, ocorrida a partir de 1987.

Depois de todos os bancos serem nacionalizados, em 1975, os mercados financeiros mantiveram-se bastante exíguos durante cerca de uma década, com limites máximos de crédito e controlo cambial. Não existiam praticamente outras instituições financeiras além dos bancos estatais, muitos dos quais

se viram sobrecarregados com enormes volumes de crédito malparado e excesso de pessoal e afectados pelo incumprimento das necessidades de aprovisionamento dos fundos de pensões. Entretanto, o banco central passou a supervisionar a actividade bancária.

À medida que as políticas de liberalização económica avançaram foi-se conseguindo uma convergência real e nominal significativa. Privatizaram-se os bancos nacionalizados, autorizou-se a actividade de novas instituições, eliminou-se o controlo cambial e o Tesouro recorreu aos mercados internacionais para obter financiamentos. O escudo aderiu ao Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu, etapa precursora para tornar-se membro fundador do Euro. Aprovou-se legislação conforme ao mercado único de serviços financeiros e o banco central tornou-se independente do governo na condução da política monetária.

Como consequência do processo de liberalização, por volta de 1996 já os mercados financeiros se haviam alargado e aprofundado de maneira significativa. O acesso das empresas aos mercados financeiros internacionais aumentou acentuadamente, registou-se uma redução significativa das margens de intermediação e os consumidores começaram a dispor de serviços financeiros com variedade e preços comparáveis aos dos outros mercados financeiros, muito antes da introdução da moeda única.

Depois de uma curta descrição dos antecedentes económicos subjacentes ao processo de liberalização (sub-capítulo 2), no sub-capítulo 3 descreve-se a estratégia de convergência, que teve uma componente estrutural (a privatização dos bancos estatais, analisada no sub-capítulo 4) bem como a aplicação de políticas monetárias e cambiais adequadas, assunto estudado no sub-capítulo 5. O sub-capítulo 6 analisa as ligações entre a liberalização financeira e a convergência, destacando a necessidade de um esforço sustentado para cumprir o programa de reformas em toda a economia. No sub-capítulo 7 apresentam-se algumas conclusões.

## **2. Antecedentes – revolução, nacionalizações, liberalização**

Em 1974, uma revolução chefiada pelas forças armadas restaurou a liberdade política, mas tentou introduzir uma nova ordem económica influenciada por filosofias de centralismo estatal. Os militares nacionalizaram grande parte das maiores empresas, incluindo os bancos privados. Depois dos excessos iniciais, o processo democrático enveredou por uma via mais moderada, sobretudo após 1985. Autorizou-se a criação de novos bancos privados e, em 1989, alcançou-se a maioria de dois terços no Parlamento necessária para rever a Constituição do país, permitindo que o Estado prescindisse da maioria dos bens detidos em sectores “estratégicos”, como a banca. Nos 8 anos que se seguiram, privatizaram-se de novo os bancos que antes eram privados e, no final do processo, até um banco estatal foi privatizado.

Antes da revolução, o estado português era proprietário apenas de um punhado de empresas, incluindo o maior banco, a Caixa Geral de Depósitos (CGD), criado em 1876 e com estatuto de empresa a partir de 1969. Na sequência da revolução de Abril de 1974, todas as instituições bancárias pertencentes a entidades portuguesas foram nacionalizadas, em Março de 1975. Na nova Constituição, aprovada em 1976, declarava-se serem “irreversíveis” as nacionalizações, afirmando-se que a banca e os seguros eram actividades reservadas ao sector público. Porém, o extremismo revolucionário foi-se atenuando pouco a pouco e, em 1983, voltava-se a autorizar a actividade do sector privado na banca. Novas alterações introduzidas em 1987-88 possibilitaram a venda de participações minoritárias detidas por empresas públicas e, em 1989, tornou-se juridicamente possível proceder a privatizações

em larga escala, dando-se início ao processo das privatizações. Por volta de 1996 todos os bancos do sector público haviam sido privatizados, com excepção do grupo CGD (GGD e o BNU – Banco Nacional Ultramarino), que continuam a ser propriedade do estado.

Antes do arranque do processo de liberalização financeira, o mercado bancário português era visto como um dos mais regulamentados mercados do Ocidente: com excepção de três instituições estrangeiras, todos os bancos pertenciam ao estado, que detinha 95% do mercado com apenas 11 instituições. Os bancos estavam sujeitos a limites máximos de crédito, bem como a taxas de juro mínimas e máximas.

Para a diminuição do fervor revolucionário em matérias económicas contribuiu em grande medida o reconhecimento, em finais dos anos 70, de que a integração de Portugal na Comunidade Europeia era um factor que poderia ser decisivo para acelerar o desenvolvimento económico do país e consolidar a sua democracia. A adesão de Portugal coincidiu com o ímpeto de construção do mercado único: em 1986, assistiu-se à introdução de um programa de rápida liberalização económica e financeira que culminou na convertibilidade das contas de capital do escudo e numa Lei da Banca (Decreto-Lei Nº 298/92 de 31 de Dezembro) – introdutora do mercado único nos serviços financeiros.

Citando de novo o *Survey* de 1999 (p.95): “A experiência colectiva dos países da OCDE tem mostrado que a liberalização gerou um aumento da concorrência no sector dos serviços financeiros. Pelo seu lado, a concorrência tem ajudado a aumentar a eficiência da intermediação financeira, estimulando a redução das margens financeiras e dos custos de exploração. Além disso, a eliminação das restrições legislativas deu às empresas financeiras maior liberdade para adoptarem as mais eficientes práticas disponíveis e para desenvolverem novos produtos e serviços. Foi o que sucedeu também em Portugal, onde as reformas melhoraram significativamente a eficiência da intermediação financeira, a profundidade e nível de internacionalização dos mercados, a estrutura do sector financeiro e a solidez e rendibilidade do sistema. Além disso, ao valorizarem a condução da política monetária, ajudaram a melhorar o desempenho macro-económico e a realizar uma transição bem sucedida para a UEM.”

“Embora tivesse efeitos positivos sobre a eficiência da intermediação financeira, a liberalização do mercado financeiro originou importantes problemas micro-económicos e macro-económicos em alguns países da OCDE. Aspecto importante do período posterior à liberalização foi o aparecimento de vários casos de falência em instituições do sector financeiro, com custos significativos para a economia em geral e para o erário público em particular. Grande parte destes casos deveram-se a incapacidade – da política macro-económica para contrariar a expansão explosiva do crédito e da supervisão das autoridades para impedir que os bancos aumentasse o seu risco. Associado à degradação da qualidade do crédito e às falências bancárias, o ciclo crescimento explosivo/colapso que se seguiu à liberalização do mercado em muitos países da OCDE não se verificou em Portugal.”

### **3. Mudança sustentada do regime, rumo à convergência**

Em Portugal, o processo de liberalização financeira integrou-se numa estratégia de convergência orientada para os padrões comunitários, constituindo, de facto, uma mudança sustentada do regime. No centro desta mudança de regime esteve uma sequência faseada de programas de ajustamento, iniciada com um “programa para Corrigir os Desequilíbrios Externos e o Desemprego”, aprovado em Março de 1987. O programa teve um êxito razoável, na medida em que assegurou uma convergência real, eliminou o défice da balança de pagamentos e criou emprego de maneira sustentada.

O governo reviu-o em Julho de 1989, fundamentando o ajustamento orçamental no recém reformado sistema fiscal. A estratégia de ajustamento foi progressiva e, no essencial, o sector público manteve-se congelado até 1990. Desde 1977 que se praticava uma política de “escudo deslizante,” de desvalorização contínua e previamente anunciada, política essa que, de forma mitigada, também foi praticada depois da adesão à CE. Mas para se estabilizar o escudo, era preciso impor restrições monetárias e orçamentais muito mais fortes do que as previstas. A solução encontrada foi um mecanismo cambial que sobrepunha ao MTC, pondo-o na sombra. A mudança foi anunciada no âmbito do “Quadro Nacional de Ajustamento de Transição para a União Económica e Monetária (UEM)”, aprovado em Junho de 1990.

A vinculação à UEM destacava-se, pela importância, no Programa de Convergência para 1992-95, apresentado em Novembro de 1991 à Comissão Europeia e depois aprovado pelo Conselho ECOFIN. As políticas orçamental, estrutural e de rendimentos assentavam num quadro macro-económico compatível com a moeda única europeia, relativamente à qual o escudo podia ter uma paridade credível. Embora as repercussões internas da recessão internacional de 1991-92 não permitissem concretizar a redução do défice orçamental previsto no Programa de Convergência, a paridade do escudo permitiu acelerar o processo de liberalização financeira, dando também um contributo significativo para cumprir o objectivo da convergência nominal e para garantir que o escudo fosse membro fundador do Euro.

Em termos de resultados, a estratégia de convergência foi bastante bem sucedida. Desde o início dos anos 90, quando a taxa de inflação em Portugal ainda se situava acima dos 10%, que estava em curso um processo de diminuição pronunciada da inflação, que descera dos 25-30% registados 4 ou 5 anos antes. Por volta de 1997, já Portugal reduzira o fosso que a separava da Europa em termos de diferenciais de preços. Em termos de convergência real (ou seja, dos diferenciais reais de crescimento do PIB entre Portugal e a UE) verificou-se igualmente uma evolução marcada pela aproximação, ao ritmo médio anual de 0,5 e 1,5 pontos percentuais – excepto em 1993 e 1994, anos imediatamente seguintes à recessão internacional. A seguir a esses dois anos, a convergência real recomeçou.

## 4. O processo de privatização da banca

### 4.1. *Questões prévias: bancos privados criados de novo, ao lado de bancos estatais*

Numa fase inicial, em 1984 autorizaram-se as operações de novos bancos privados, em concorrência com os bancos estatais, dominando estes o mercado. Nesta fase, embora a maioria das condições de mercado se mantivessem fortemente restringidas (taxas de juro,<sup>3</sup> restrições administrativas à criação de balcões, limites máximos de crédito, controlo de capitais), as novas regras do orçamento e do financiamento do sector público deixavam que fossem as forças do mercado a determinar as taxas de juro da dívida pública. Neste contexto, começou a atenuar-se o fardo suportado pela banca, composto pelas grandes carteiras de dívida pública emitidas a taxas abaixo do mercado durante grande parte da década de 80. Além disso, os limites ao crédito terminaram em 1991, numa fase muito posterior do processo de liberalização. Este facto, que limitava fortemente as forças competitivas, permitiu, por outro lado, a recuperação da rentabilidade dos bancos estatais e, por outro, o crescimento e a acumulação de experiência por parte dos novos bancos privados, antes da liberalização total e efectiva das condições de concorrência. A privatização dos bancos ocorreu apenas após esse período, durante o qual os bancos nacionalizados puderam reconstituir a sua base de capital.



## 4.2. Dimensão económica

Entre 1988 e 1995 (Roseblum 1999), o processo de privatizações, que abrangeu os bancos e todas as empresas nacionalizadas com privatização agendada, veio diminuir sensivelmente para metade o papel das empresas estatais na economia. Em 1989, as empresas estatais representavam cerca de 20% do PIB e 6,5% do emprego, enquanto que em 1995 esses valores estimados haviam descido respectivamente para 10,5% e 3%. O grosso das privatizações realizadas entre 1989 e 1995 ocorreu no sector financeiro, sendo os bancos responsáveis por 48% e as seguradoras por 12% do total de receitas provenientes das privatizações feitas nesse período. Em termos relativos (receitas da privatização como percentagem do PIB), Portugal ocupou o terceiro lugar entre os membros da OCDE durante este período, a seguir à Nova Zelândia e ao Reino Unido. Entre 1989 e 1995, as receitas da privatização eram equivalentes a 17% da dívida pública no final do ano de 1995, a qual por sua vez correspondia a 12% do PIB de 1995.

## 4.3. Estratégia

Durante a fase inicial, o processo de privatização foi, em certa medida, conduzido pela procura. O regresso de alguns grupos familiares com importância económica antes da revolução foi facilitado por uma estratégia que privatizou em primeiro lugar empresas financeiras de mais baixo preço (normalmente seguradoras) e só mais tarde os bancos. Uma vez que a aquisição das primeiras era normalmente menos onerosa em termos dos valores mobilizados, foi mais fácil assegurar o seu controlo, com a empresa recém adquirida a revelar-se instrumental para alavancar a oferta da família na aquisição de um banco, mais dispendioso.

Embora, regra geral, a estratégia seguida não foi explicitamente reconhecida nem fizesse parte da política oficial, as aquisições realizaram-se normalmente em processos de oferta pública competitiva. No entanto, a estratégia encaixou-se bem no objectivo de proporcionar aos grupos empresariais nacionais com ligações internacionais uma posição na estratégia de convergência.

Ponderando todos os factores, as privatizações decorreram de maneira progressiva, permitindo que o controlo dos bancos nacionalizados ou fosse recuperado pelos antigos donos, a quem pertenciam antes da revolução de 1974, ou fosse adquirido pelos novos bancos privados surgidos após 1985. No final do processo, com a maioria dos bancos privatizada, os principais bancos mantinham uma gestão estável.

## 4.4. Proprietários nacionais ou proprietários estrangeiros?

Uma das questões levantadas durante o processo foi a da participação estrangeira no processo de privatização. Uma preocupação essencial que presidiu à concepção do processo consistiu em assegurar que a propriedade e gestão das empresas se mantivesse nas mãos de agentes económicos portugueses. A Lei 84/88 impunha um limite de 5% às aquisições estrangeiras nas empresas privatizadas—limite redefinido no âmbito das novas regras estabelecidas pela Lei 11/90 e aumentado para 25% do capital em 1994. Uma das razões para estes limites foi a vontade de privilegiar os investidores portugueses, compensando-os de certa maneira pelo facto de as nacionalizações de 1975 terem poupado os bancos estrangeiros.

Invocou-se então o argumento de que as limitações ao capital estrangeiro representavam um custo inevitável, incorrido para impedir que alguns sectores políticos e grupos de pressão bloqueassem o processo de privatização. Na privatização do Banco Totta e Açores, um banco espanhol recorreu a uma cadeia de empresas com maioria nominal portuguesa para garantir o controlo efectivo do capital.

Este caso veio pôr à prova o conflito existente entre as regras europeias e as regras da privatização, porque a Comissão de Privatizações do governo propôs que se aceitasse a posição estrangeira excedentária, mas bloqueou os seus direitos de voto, em vez de cancelar o registo das acções. O caso acabou por resolver-se com a aquisição das acções espanholas por outro banco português, com a cobertura do governo.

Apesar das limitações à participação directa estrangeira no processo de privatização, os bancos estrangeiros contribuíram significativamente para modernizar o sistema bancário português, sobretudo no que respeita ao fornecimento de conhecimentos técnicos.

#### *4.5. Efeitos sobre a eficiência e a concorrência*

##### *4.5.1. Funcionamento da banca*

A eficiência dos bancos privatizados melhorou após a privatização, quer em relação ao desempenho anterior quer em relação aos bancos não privatizados. Essa melhoria comprovou-se medindo o efeito da privatização no desempenho de cada banco, em termos de eficiência (evolução dos activos por trabalhador) e dinamismo (crescimento da rede de filiais). Os indicadores de eficiência e dinamismo foram calculados para cada banco privatizado, tendo sido depois medidos em relação à média de todos os bancos públicos durante três anos, antes e após a privatização. Este método permitiu distinguir as alterações devidas à privatização das que resultaram do processo de liberalização, levando igualmente em conta o facto de vários bancos terem sido privatizados em épocas diferentes e em anos diferentes. Quando se compararam os dois períodos, várias medições da eficiência mostraram que os bancos privatizados apresentavam um desempenho superior aos seus homólogos do sector público. Em termos de dinamismo, os bancos privatizados reduziram o seu pessoal mais rapidamente do que a banca pública, ao mesmo tempo que alargavam de forma mais agressiva as redes de balcões.

Segundo Pinho (1999), num estudo baseado no cálculo das fronteiras econométricas estocásticas para as funções dos custos e do lucro, recorrendo a dados de 1988-1997, os bancos portugueses, em particular os que foram privatizados, apresentaram uma melhoria significativa na afectação dos recursos e na eficiência produtiva.

##### *4.5.2. Mercado de valores mobiliários*

A reforma da banca gerou igualmente efeitos significativos no mercado de valores mobiliários, realçados em 1996 pelo Bank for International Settlements num estudo sobre sistemas financeiros em mudança em pequenas economias abertas. Depois de mencionar o subdesenvolvimento do mercado de capitais português aquando do encerramento da bolsa de valores, em 1974, o estudo considera que, embora a bolsa reabrisse em 1976, a abertura à banca privada em 1984 foi o primeiro passo para a reforma. Entre 1985 e 1988, realizaram-se de novo mais reformas institucionais (incentivos fiscais, criação de entidade reguladora e adaptação das exigências de cotação em bolsa às regras Comunitárias). Contudo, “foi só em 1991, com a aprovação do Código do Mercado de Capitais, que foram levadas à prática as principais alterações ao quadro jurídico, institucional e funcional do mercado português de títulos.” (p.112.)

##### *4.5.3. Desafios remanescentes*

Citando de novo o *Survey* de 1999 (p. 105), lê-se: “No que respeita ao capital, no quadro da UE foram eliminadas grande parte das barreiras ao ajustamento, com a liberalização dos movimentos de capitais e dos regulamentos de entrada. Mantêm-se ainda, contudo, algumas barreiras que prejudicam indirectamente esse ajustamento, entre elas certos dispositivos de cooperação entre bancos que, na prática, podem funcionar como obstáculos à entrada. No caso de Portugal, estes dispositivos não

parecem constituir motivo de preocupação grave quanto à concorrência. Por outro lado, as autoridades responsáveis pela concorrência devem criar mecanismos para garantir o acesso, eliminando as restrições legislativas e outras disposições privadas que possam limitar a concorrência, especialmente as que se destinam a impedir o funcionamento do mecanismo de aquisições. Por exemplo, uma barreira importante que impede a entrada no sistema bancário português deve-se a medidas recentemente tomadas pelos bancos nacionais para travar aquisições hostis, alterando os regulamentos internos pelos quais se regem a distribuição dos direitos de voto pelos accionistas—medida que, em grande parte, parece dirigir-se às instituições estrangeiras.”

## 5. Política monetária e política cambial

Como acima se referiu, os limites de crédito directos terminaram em 1991. O novo regime de controlo monetário indirecto teve início em condições monetárias restritivas, marcadas por elevadas taxas de juro, reais e nominais, o que permitiu, com recurso a instrumentos de mercado, conter o crescimento do crédito dentro de níveis de prudência. Além disso, vale a pena referir que a transição para o controlo monetário indirecto baseado em mecanismos de mercado foi precedida de incentivos aos mercados de dívida pública, de curto e longo prazo, e da liberalização das taxas de juro creditício praticadas pela maioria dos bancos. Ainda em 1991 era apresentado um programa de convergência, mas mesmo assim a decisão de pedir a adesão do escudo ao MTC constituiu uma autêntica surpresa. A 4 de Abril de 1992—no fim de semana seguinte à aprovação do orçamento para 1992 pelo parlamento—a Comunidade respondeu ao pedido de adesão ao MTC apresentado pelo governo propondo um paridade de 180 escudos face ao ECU. Depois de avaliação pela Comissão Monetária, chegou-se a consenso quanto a uma taxa central teórica de 178,735.

Na turbulência que se seguiu à entrada no MTC, foi preciso superar o desconhecimento das instituições de crédito estrangeiras relativamente a Portugal. Logo que a divisa passou a beneficiar de plena convertibilidade, o Tesouro concebeu uma estratégia para torná-la conhecida nos mercados internacionais, que implicou um regresso planeado aos pedidos de empréstimos internacionais, sucessivamente em ienes, marcos e dólares. Os investidores estrangeiros estavam dispostos a acreditar que a política económica portuguesa iria manter uma orientação de médio prazo.

A lira e pela libra ressentiram-se das crises do MTC, abandonando a grelha em 17 de Setembro de 1992, data de realinhamento da peseta, mas não do escudo. Na opinião dos círculos financeiros, devia manter-se a paridade com o marco alemão; porém, os exportadores portugueses, mostrando-se sensíveis à taxa bilateral com a peseta, foram contrários a esta opinião e exerceram pressão no sentido de uma desvalorização do escudo face à peseta. Acabaria por suceder que a taxa de desvalorização da peseta, ocorrida a 23 de Novembro, foi acompanhada pelo escudo e as desvalorizações de 14 de Maio de 1993 e de 6 de Maio de 1995 foram seguidas em parte, sem a perda da reputação financeira normalmente associada a iniciativas de realinhamento. Estes factos são confirmados pelos dados trimestrais sobre fluxos de capitais incluídos no relatório sobre Portugal apresentado em 1997 pela Comissão Europeia, pelo padrão das variações semanais na taxa de câmbio bilateral relativamente ao marco alemão e pelos dados de intervenção disponíveis.

No segundo semestre de 1992, a actividade económica sofreu um abrandamento acentuado, coincidente com a crise do MTC (Setembro de 1992). Essa conjuntura não foi favorável ao investimento nem ao consumo dos sectores financeiros privados, os quais, com efeito, não apresentavam um significativo crescimento da dívida. Refira-se em particular que o aumento do

crédito a empresas não financeiras parou durante a recessão e permaneceu atenuado durante um período relativamente longo. Durante este período, os bancos elegeram os agregados familiares como novo alvo estratégico, ainda relativamente mal aproveitado e com um baixo nível de endividamento.

Entretanto, convém recordar que a liberalização plena da frente externa só ficou completa nos finais de 1992, com o levantamento das restrições remanescentes aos fluxos financeiros internacionais e a entrada em vigor da Segunda Directiva da Banca. Tudo isto quase coincidiu no tempo com a crise do MTC de 1992, a qual, em certo sentido, proporcionou um exemplo claro dos riscos em que os bancos podem incorrer quando participam em actividades internacionais e contribuiu possivelmente para que, daí em diante, os bancos assumissem um comportamento prudente.

Citando de novo o *Survey* de 1999, o êxito da reforma do sector financeiro português resultou em parte do contexto macro-económico existente na época em que se realizaram estas reformas (p.95). “O fim da segunda fase das reformas, época de aplicação de grande parte das medidas de liberalização, coincidiu com a crise do MTC de 1992, com a desvalorização do escudo e com uma profunda recessão em Portugal. Por consequência, o incipiente crescimento do crédito privado foi rapidamente invertido. As políticas macro-económicas prudentes seguidas ao longo da década de 90, particularmente no plano da política monetária, desempenharam igualmente um importante papel na prevenção de um ciclo de crescimento explosivo/falência. Por duas vezes, as medidas de reforma dos mercados financeiros provocaram a libertação de um excesso de liquidez ‘estrutural’, rapidamente ‘absorvido’ pela emissão de títulos de dívida pública no valor de cerca de 12% do PIB, em cada ocasião. Em 1991, a situação verificou-se devido à transição para o controlo monetário indirecto e, em 1994, devido à redução das provisões exigidas. Estas operações foram cruciais para controlar o crescimento de agregados monetários de maiores dimensões e para prevenir uma queda acentuada dos rácios de poupança, ocorrências que precederam o início de crises financeiras em muitos países. “

Beneficiando agora de um conhecimento retrospectivo, a longa discussão que precedeu a entrada do escudo no MTC tornou evidente que a grelha de paridade se encontrava numa posição precária, a qual iria implicar a saída da lira e da libra alguns meses mais tarde. Sugere igualmente que, se a decisão tivesse sido adiada, o escudo talvez não tivesse aderido ao MTC a tempo de cumprir o critério de permanência como membro da UEM durante dois anos. Teria então seguido o caminho do dracma grego, mantendo-se fora da grelha de paridade e não acompanhando a peseta dentro desta.

A aprovação de um Programa de Convergência Revisto juntamente com o orçamento de 1994, com manutenção do limite máximo de despesas não remuneradas e défice ajustado de receitas negativas, foi bem aceite pelos investidores internacionais, cuja procura excedeu a emissão global de obrigações no valor de mil milhões de dólares realizada em Setembro. No início de 1994, uma emissão global de obrigações em ECU fora recebida com o mesmo êxito. Outro reflexo da continuidade da estratégia de convergência foi a prorrogação do limite máximo da despesa até 1997, apesar da mudança de governo nos finais de 1995.

De qualquer modo, a manutenção da taxa central do escudo após o último realinhamento do MTC em Março de 1995, em cerca de 196, teria sido difícil de cumprir sem o apoio do código de conduta do MTC, que transformou um acordo entre bancos centrais num poderoso instrumento de convergência. O código de conduta do MTC conferiu igualmente reputação financeira aos países que, como Portugal, tinham experiências recentes de inflação elevada.

A Convergência Revista de 1994 continuou a servir de base aos procedimentos de défice excessivo, até à aprovação pelo ECOFIN, em Maio de 1997, de um Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento para o período entre 1998 e 2000, ao qual se seguiu um Programa de

Estabilidade e Crescimento para o período de 1999-2001, pouco depois de o escudo aderir ao Euro com uma paridade de 200,482.

Todos os documentos continuaram a mencionar as reformas estruturais, especialmente na administração pública, mas infelizmente deixaram de referir o limite máximo nominal das despesas não remuneradas. Consequentemente, verificou-se um aumento das despesas não remuneradas durante o período de 1999-2001, elevando a relação despesa primária/PIB de Portugal para um nível superior em cerca de quatro pontos percentuais à média da UE.

## 6. Liberalização financeira e convergência

As taxas de câmbio efectivas reais e nominais relativamente a 23 países industriais, produzidas pela CE, estabilizaram após o alargamento das faixas do MTC em Agosto de 1993. Como acima se referiu, as regras do MTC permitiram que o escudo realinhasse seguindo a peseta sem perda de reputação financeira, ou com uma perda mais pequena do que teria sucedido se a opção fosse outra. Os ganhos dos factores relativos nominais reflectiram as produtividades relativas, juntamente com a sucessão de ajustamentos cambiais. Assim, o aumento dos salários e as taxas de juro a longo prazo convergiram para a média europeia.

Portugal encontrou-se numa posição singular, pois conseguiu cumprir os critérios de convergência com um ajustamento mínimo do orçamento. A importante descida (cerca de dez pontos percentuais) da taxa de inflação – e das taxas de juro – ocorrida no princípio dos anos 90 deu ao orçamento um “bónus” equivalente a cerca de cinco pontos percentuais do PIB no final dessa década. Neste sentido, a convergência nominal comporta riscos, na medida em que dá uma ilusão temporária de disciplina orçamental.

Afora as questões orçamentais, o ritmo das reformas estruturais tem-se mantido lento, no que respeita à dimensão excessiva do sector público (justiça, administração interna, segurança social, educação e outras áreas da administração pública) e à regulação discricionária da iniciativa privada.

## 7. Conclusões

Como se refere no Resumo e Conclusões do Relatório Principal, é preciso completar as reformas económicas em todos os sectores da economia, uma vez que a existência de sistemas semi-liberalizados pode originar desequilíbrios graves, potencialmente muito custosos de resolver em termos económicos, financeiros e sociais. A experiência de Portugal é um caso exemplar, pois demonstra que se as políticas orçamentais não forem sólidas, os benefícios da estabilidade monetária não se concretizam, mesmo que as condições internacionais e nacionais sejam favoráveis.

Outra lição a retirar da experiência portuguesa tem a ver com a calendarização da liberalização financeira. Comparada com outras experiências, a liberalização financeira portuguesa levantou muito poucos problemas: nenhum banco abriu falência e não se observou qualquer surto de concessão negligente de crédito. A maior diferença entre a liberalização portuguesa e a de outros países da OCDE foi o facto de aquela ter ocorrido numa fase de declínio económico, em que os bancos mostraram um comportamento cauteloso, centrando-se sobretudo na recuperação da dívida activa e não na exploração de novas oportunidades de crédito. Em contraste, nos países nórdicos, onde a liberalização dos sistemas bancários ocorreu durante um surto de crescimento económico, os bancos

ultrapassaram rapidamente os limites de concessão prudente de crédito. Daqui se pode concluir que as autoridades não devem esperar por um clima económico “favorável” de crescimento forte para liberalizar.

Em conclusão, para Portugal o papel potencialmente desempenhado pela pressão entre iguais como meio de melhorar as políticas públicas nacionais foi pela primeira vez sentido aquando da adesão do país aos Códigos de Liberalização da OCDE, não desaparecendo evidentemente com a adesão do país à zona euro e com o êxito da convergência nominal. A pressão entre iguais continuará a promover reformas estruturais genuínas, como aconteceu com os mercados financeiros.

## Notas

1. Este documento foi preparado em contacto com o Secretariado da OCDE e com o Banco de Portugal, que financiou parcialmente a investigação subjacente.
2. Como exemplo, a nova legislação adoptada por Portugal em 1985, inspirada no Código de Movimentos de Capital da OCDE, bem como a legislação aprovada em vários países membros, eliminou várias restrições às operações de contas de capital, permitindo que Portugal levantasse as correspondentes reservas ao Código.
3. A liberalização das taxas de juro bancárias foi progressiva e iniciou-se em 1984, para as taxas de depósito, e em 1985, para as taxas de crédito. Em certos tipos de transacções, as taxas de juro continuaram a estar sujeitas a restrições após essas datas, sendo gradualmente liberalizadas até 1989, no caso das taxas de crédito, e 1992, no caso das taxas de depósito.

## Bibliografia

Bank for International Settlements (1996), *Changing Financial Systems in Small Open Economies*, Policy Papers No. 1, January, Basle.

Brito, Maria de Fátima Monteiro de and José Tavares (2002), editors, *Portugal Strategic Options in a European Context*, Cambridge: Lexington Books, 2002.

European Commission (1997), *The Economic and Financial Situation in Portugal in the Transition to EMU*, European Economy special reports.

OECD (1999), *Portugal Economic Survey*, Paris.

Pinho, Paulo S. (1999), *Reprivatizações e eficiência no sistema bancário português*, Working Paper n 13, Ministry of Finance, Lisbon.

Rosenblum, Harvey (1999), editor, *Bank Privatization*, Federal Reserve Bank of Dallas.

Royo, Sebastián Royo and Paul C. Manuel (2002), editors, *From Isolation to Integration Spain and Portugal in the European Union after 15 Years*, London: Frank Cass.



## **Tabela de conteúdos da versão inglesa da publicação** *(sem anexos, listas de figuras, tabelas e gráficos):*

### **Resumo e Conclusões**

1. Perspectiva dos códigos da OCDE sobre liberalização num contexto global em evolução
2. Visão de conjunto – Lições e conclusões
3. Alargamento e intercâmbio das experiências da OCDE

### **Capítulo I. Quadro Institucional e Debate sobre Políticas**

1. Enquadramento histórico da mobilidade dos capitais
2. Principais factores determinantes das estratégias de controlo cambial no período do pós-guerra
3. Respostas políticas às crises financeiras internacionais de 1997-98: o debate internacional sobre a governação
4. Ligações entre o desenvolvimento do sector financeiro nacional e a liberalização das contas de capital: análise da bibliografia

### **Capítulo II. O Papel da OCDE na Promoção da Liberalização dos Movimentos de Capitais**

#### **Introdução**

1. Os Códigos de Liberalização: estrutura e implementação
2. Experiências de liberalização em países mais antigos da OCDE
3. A experiência de liberalização nos novos membros da OCDE: uma questão de governação

**Esta síntese é uma tradução dos excertos da publicação original da OCDE publicada com os seguintes títulos em Inglês e Francês:**

**Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements  
Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux  
Quarante années d'expérience  
© 2002, OECD.**

As publicações e as sínteses da OCDE estão disponíveis na livraria em linha da OCDE no website [www.oecd.org/bookshop/](http://www.oecd.org/bookshop/)

*Na livraria em linha da OCDE no campo "Title Search" digite "overview" ou digite o título da publicação em Inglês (as sínteses estão ligadas pelo título original em Inglês).*

As sínteses são preparadas pela Rights and Translation unit,  
Public Affairs and Communications Directorate.  
email : [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org) / Fax: +33 1 45 24 13 91



© OECD, 2003

A reprodução desta síntese é permitida desde que sejam mencionados o copyright da OCDE e o título original.