

UMA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL PARA A ESTABILIDADE FINANCEIRA*

Rita Bessone Basto**

RESUMO

A recente crise e o seu impacto na economia internacional têm levado a questionar a análise e políticas até então implementadas para a estabilidade financeira. Neste âmbito, existe um consenso geral de que o impacto de riscos decorrentes de uma excessiva alavancagem financeira e de sinais de bolhas especulativas foram largamente negligenciados no período que antecedeu a crise. Esta evidência tem motivado uma reforma profunda no quadro regulamentar e da supervisão dos sistemas financeiros ao nível global com o objetivo de permitir uma melhor identificação e prevenção desses riscos, bem como da sua propagação para a economia em geral. A política macroprudencial, com o objetivo de prevenir e mitigar riscos sistémicos, assume uma posição de destaque nestas reformas. Neste contexto, vários países têm vindo a desenvolver metodologias e a definir um enquadramento político e institucional adequado à execução da política macroprudencial. Em muitos países, incluindo Portugal, esta função foi atribuída ao banco central. Este artigo analisa o papel da política macroprudencial no novo enquadramento para a estabilidade financeira, bem como os vários desafios relacionados com a sua execução.

1. ENQUADRAMENTO

Desde o eclodir da crise financeira internacional que a questão da estabilidade financeira tem estado no centro do debate na agenda da comunidade internacional. Os anos que precederam a crise evidenciaram que grandes desequilíbrios e vulnerabilidades podem ser acumulados durante um período de relativa estabilidade macroeconómica. Com efeito, um período caracterizado por uma taxa de inflação reduzida e por um nível de produto relativamente estável, pelo menos nas economias avançadas, pode coexistir com uma expansão excessiva de determinado setor, dando origem a uma composição desadequada do produto. A forma como esta atividade é financiada pode implicar riscos financeiros significativos: agentes económicos sobre-endividados e instituições financeiras demasiado alavancadas, com desajustamentos significativos nas maturidades dos seus ativos e passivos. A inovação financeira e uma regulação insuficiente, ao permitirem a transferência das atividades com maior risco para fora dos balanços dos bancos ou do perímetro da regulação e supervisão bancária, bem como a sua disseminação pelo sistema financeiro, contribuem para a maior alavancagem e para uma difícil apreensão dos riscos existentes.

O facto de estas vulnerabilidades terem sido propagadas à escala global, dando origem a uma crise com efeitos tão pronunciados, levou a que a estabilidade financeira assumisse um maior protagonismo na atenção de políticos e analistas na área monetária, para além da importância tradicionalmente atribuída à

* Este artigo beneficiou dos comentários de Francisco Augusto, Dina Batista, Diana Bonfim, Miguel Boucinha, Adelaide Cavaleiro, Graça Damião, Juliana Lascasas, Manuela Raminhos, Ana Margarida Ramos, Carlos Santos, Fátima Silva e Clara Soares. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade da autora, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade da autora.

** Banco de Portugal, Departamento de Estabilidade Financeira.

estabilidade de preços. No centro desta questão está a preocupação em desenvolver um enquadramento político e institucional capaz de prever e mitigar crises com a natureza daquela a que assistimos, cuja resposta obriga não só a uma análise dos fatores que levaram ao acumular das vulnerabilidades existentes, mas também aos que levaram as autoridades políticas e os analistas a negligenciar o seu impacto.

As políticas para a estabilidade macroeconómica no período anterior à crise

De acordo com Blanchard *et al.* (2010 e 2013), a ineficiência em identificar atempadamente os riscos existentes resultou do paradigma vigente para a estabilidade macroeconómica, que assentava essencialmente na política monetária como garante da estabilidade de preços e na supervisão microprudencial para assegurar a solvabilidade do sistema financeiro, que se revelou insuficiente para evitar riscos sistémicos graves, suscetíveis de comprometer a estabilidade financeira.

A política monetária desenvolvida na maioria dos países avançados tem essencialmente um objetivo, o controlo da inflação, e um instrumento, a taxa de referência do banco central. A credibilidade do banco central, necessária para ancorar as expectativas inflacionistas, implica evitar políticas discricionárias e o foco na taxa de inflação enquanto objetivo principal. A inflação, medida através do índice de preços no consumidor, não toma em consideração a evolução dos preços dos ativos nos mercados imobiliários e financeiros. A proliferação de regimes de “*inflation targeting*”, ou com características muito semelhantes, ao longo das últimas décadas e a importância atribuída à independência do banco central, enquanto instrumento para conferir credibilidade à política monetária, são evidência dessa orientação política.

Implícitos neste modelo estavam os pressupostos de que a estabilidade de preços seria suficiente para garantir a estabilidade do produto e de que as taxas de juro e o preço dos ativos financeiros estavam correlacionados através de mecanismos de arbitragem. Assim, para garantir a estabilidade macroeconómica bastaria que o banco central mantivesse a inflação reduzida e uma vez que esta podia ser controlada através da taxa de juro de referência, a monitorização de outros agregados monetários ou preços de ativos financeiros, nomeadamente o crescimento do crédito, eram vistos como secundários. Dado o pressuposto da arbitragem¹, bastaria influenciar as taxas de juro esperadas de curto prazo, presentes e futuras, que todas as outras taxas e preços dos ativos seriam determinados em conformidade. Uma política monetária suficientemente credível e previsível para ancorar as expectativas de inflação assegurava esse controlo.

Embora muitos bancos centrais não seguissem estritamente este modelo e considerassem outros objetivos para além da taxa de inflação, estes tinham geralmente um papel secundário². Houve também exceções relativamente à utilização dos instrumentos: nomeadamente em algumas economias de mercado emergente foram introduzidas restrições ao crescimento do crédito e limites às exposições das instituições financeiras em moeda estrangeira com o objetivo de conter os riscos decorrentes de influxos de capitais; em Espanha foram impostos aos bancos requisitos de maior provisionamento em função do crescimento do crédito.

Importa ainda referir que existe uma ampla discussão sobre a interação entre a política monetária e a estabilidade financeira³, nomeadamente quanto ao facto de a política monetária dever ou não reagir em função da evolução do preço de ativos financeiros. Embora não haja ainda conclusões definitivas

1 De acordo com o qual as taxas de juro de longo prazo correspondem às taxas de curto-prazo futuras ajustadas pelo risco e os preços dos ativos dependem dos fundamentos (pagamentos futuros do ativo atualizados e ajustados pelo risco).

2 Por exemplo, o BCE considera a estabilidade de preços como o principal objetivo da política monetária. No entanto, desde que a estabilidade de preços esteja assegurada, esta política pode apoiar as restantes políticas económicas da União Europeia. Para além disso, a política monetária assente nos 2 pilares, pressupõe a monitorização de diversos indicadores monetários, nomeadamente do crédito. Já a Reserva Federal Americana define explicitamente outros objetivos para a política monetária.

3 Ver Gameiro *et al.* (2011) para uma análise aprofundada sobre o tema.

sobre esta questão, Bernake e Gertler (2011), por exemplo, consideram que a instabilidade financeira poderá melhor ser evitada através de uma política monetária focada na manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável e que, neste sentido, o banco central não deve reagir aos preços dos ativos, salvo se estes afetarem as previsões relativas à inflação. Assim, as insuficiências do enquadramento político no período anterior à crise para assegurar a estabilidade financeira não resultam necessariamente de limitações associadas à política monetária, mas antes da inexistência de outras políticas que evitem a acumulação de desequilíbrios financeiros.

A função da regulação e supervisão financeiras limitava-se a assegurar a solvabilidade das instituições, de modo a evitar perturbações decorrentes de eventuais fenómenos de corridas aos bancos. O papel do banco central, enquanto prestamista de última instância, e dos fundos de garantia de depósitos contribuíam para assegurar esse objetivo. A supervisão financeira era focada na solidez da instituição individual, justificada através da correção de falhas de mercado decorrentes da assimetria de informação e outras distorções de mercado. As suas implicações sistémicas e macroeconómicas não foram corretamente avaliadas. Para além disso, grande parte dos requisitos regulamentares limitava-se quase exclusivamente às instituições bancárias, no pressuposto de que a autorregulação seria suficiente para disciplinar os mercados financeiros.

Neste contexto, o papel da política orçamental seria o de assegurar a sustentabilidade das contas públicas e deixar funcionar os estabilizadores automáticos. A equivalência de Ricardo e o impacto inflacionário desta política limitavam a sua utilização com objetivos expansionistas. Para os países da União Europeia, os limites definidos no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento impunham uma restrição adicional à execução da política orçamental. O facto de estas orientações terem sido ultrapassadas em vários países contribuiu para a maior vulnerabilidade das contas públicas, agravando os efeitos da crise financeira.

Não obstante as limitações deste enquadramento político, durante algumas décadas a evidência parecia comprovar a sua eficácia, nomeadamente quanto ao facto de ter permitido progressos significativos no controlo da inflação e na estabilização macroeconómica. Este período, designado por Bernanke (2004) como o da “grande moderação” foi caracterizado por uma redução significativa das flutuações do ciclo económico, para além de uma taxa de inflação baixa e estável, apesar do forte crescimento do crédito e da existência de taxas de juro a um nível historicamente baixo.

É possível que a inflação reduzida seja, em parte, explicada pela maior globalização e pelo elevado crescimento e aumento de produtividade em economias de mercado emergente como a China e a Índia (FMI, 2006), que permitiram às economias avançadas a importação de bens a baixo preço (deflação importada). Por outro lado, o facto de a expansão monetária se ter traduzido essencialmente na subida de preços de ativos financeiros e imobiliários poderá ter atenuado o seu efeito sobre o preço dos bens de consumo. No entanto, o reduzido impacto dos choques da bolsa em 1987 e da bolha dot.com, bem como a contenção dos efeitos das recentes subidas do preço do petróleo, comparativamente ao efeito desestabilizador de choques semelhantes nas décadas de 70 e 80, pareciam confirmar que as políticas seguidas se traduziam não só por um maior controlo da inflação, mas que também eram adequadas para lidar com choques relacionados com vulnerabilidades nos mercados financeiros. As inúmeras crises financeiras da década de 90 eram vistas como um fenómeno exclusivo dos mercados emergentes, onde a incapacidade de absorver o efeito de influxos de capitais era característica de sistemas financeiros pouco desenvolvidos.

Importa, contudo, referir que nem todos os riscos ou desequilíbrios foram ignorados no período anterior à crise. Nomeadamente, os associados aos significativos e prolongados desequilíbrios globais, caracterizados por um défice na balança corrente dos EUA, que tinha como contraparte os excedentes e o avolumar de reservas em dólares americanos nos países emergentes asiáticos e nos países produtores de petróleo, foram objeto de um amplo debate e alguma preocupação. Inúmeros foram os analistas que atribuíam a

esses desequilíbrios a gênese de uma futura crise financeira internacional⁴. Esta seria despoletada pela falta de apetência por parte de investidores internacionais em continuar a deter ativos americanos, o que dificultaria o financiamento do défice americano⁵ e obrigaria a um ajustamento abrupto dos níveis de consumo e investimento daquele país, com consequências globais.

Embora não tenha claramente sido esse o fator responsável pelo eclodir da crise, que teve origem no mercado imobiliário americano, a excessiva alavancagem que antecedeu a crise foi diversas vezes atribuída ao excesso de liquidez decorrente dos movimentos líquidos de capitais para financiar o défice americano, originados pelos excedentes das balanças correntes nos mercados emergentes. O facto de os movimentos brutos de capitais para os EUA, provenientes essencialmente de países europeus, excederem largamente os montantes líquidos poderá contrariar a hipótese de uma tão estreita relação entre o financiamento do défice americano e o excesso de poupança dos mercados emergentes⁶ sem, contudo, invalidar por completo o impacto que os desequilíbrios globais possam ter tido nas condições de liquidez da economia americana.

Enquadramento político no contexto atual

A crise veio a revelar as falhas do anterior enquadramento das políticas macroeconómicas e financeiras ao demonstrar que a estabilidade de preços pode coincidir com uma situação de instabilidade financeira. Os preços dos ativos financeiros podem desviar-se consideravelmente dos fundamentos devido a especulação. Esta especulação pode ser financiada através de um crescimento excessivo do crédito, mesmo em períodos coincidentes com a estabilidade de preços. Com uma titularização excessiva desses créditos e com a sua disseminação pelo sistema financeiro os riscos assumem facilmente proporções sistémicas⁷. Para além disso, com a maior complexidade e diversidade dos produtos financeiros, os mercados podem ser bastante segmentados e o comportamento de alguns investidores, na sequência de perdas ou incerteza, pode originar variações bruscas nos preços desses ativos. Nessas circunstâncias, os preços dos ativos financeiros e as taxas de juro de curto prazo deixam de estar correlacionados através de mecanismos de arbitragem e o mero controlo da taxa de juro deixa de assegurar a estabilidade financeira.

O modelo seguido revelou-se também insuficiente para minimizar os efeitos da crise. Não obstante a importância de uma supervisão com o objetivo de assegurar a solvabilidade das instituições, o foco exclusivo na instituição individual pode contribuir para agravar os efeitos da crise. Requisitos de capitais procíclicos e regras de valorização de ativos a preços de mercado levaram algumas instituições a vendas maciças e apressadas de ativos (*i.e.*, *fire sales*). A existência de desajustamentos significativos na maturidade dos ativos e passivos dessas instituições, consequência da ausência de regulação relativa à liquidez, contribuiu para as maiores necessidades de financiamento e para precipitar as vendas de ativos. A quebra no preço desses ativos, daí decorrente, teve um impacto muito negativo sobre os balanços de outras instituições. A incerteza relativa às exposições das várias instituições, resultante da complexa rede de interligações no sistema financeiro, esteve na origem dos distúrbios graves no funcionamento do mercado interbancário. Por outro lado, a política monetária seguida, que se traduzia em taxas de juro baixas, condicionou a margem de manobra para um estímulo monetário durante a crise. Importa no entanto referir que, apesar destas limitações, os bancos centrais tiveram um papel determinante na mitigação dos efeitos da crise, através de um conjunto de medidas não-convencionais de política monetária que facilitaram a gestão da liquidez.

⁴ Ver, por exemplo, Roubini e Setser (2005) e Obstfeld e Rogoff (2004 e 2005).

⁵ Este impacto seria materializado através de uma subida das taxas de juro longas, com efeitos desestabilizadores para a economia global.

⁶ Ver, por exemplo, Shin (2012) e Borio e Distyatat (2011), de acordo com o qual uma excessiva “elasticidade do crédito”, decorrente da inovação financeira e de uma regulação insuficiente, teve um papel mais importante ao proporcionar as condições para a alavancagem do crédito.

⁷ Ver Rajan (2005) para uma análise sobre o impacto da inovação financeira e de uma intermediação financeira baseada na titularização de créditos sobre os riscos do sistema financeiro.

A crise evidenciou também uma rápida transmissão entre vulnerabilidades nos sistemas financeiros e na economia real. Conforme demonstrado pela crise da dívida soberana e pela decorrente fragmentação dos mercados financeiros, a associação entre o risco financeiro e o risco soberano pode ser muito estreita em países com desequilíbrios macroeconómicos graves e ocorrer nos dois sentidos: um sistema financeiro fragilizado obriga a uma intervenção pública com custos significativos e os desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente na área das contas públicas, podem contribuir para aumentar o prémio de risco do país e consequentemente o custo de financiamento dos bancos nacionais. Esta interligação contribuiu para propagar os efeitos da crise, mesmo a países onde o sistema financeiro não estava muito exposto a ativos financeiros de maior risco.

Tal como referido por Agur e Sharma (2013) a insuficiência das políticas tradicionais e da supervisão microprudencial para promover a estabilidade macroeconómica deve-se ao facto de deixarem espaço para um hiato regulatório (*regulatory gap*), causado por externalidades nos comportamentos de mercado que dão origem a uma prociclicidade excessiva e à fragilidade do sistema.

A insuficiência dessas políticas não significa que um novo paradigma tenha de ser caracterizado por políticas radicalmente opostas, mas apenas que existe a necessidade de preencher as lacunas existentes. A política macroprudencial, com uma dimensão cíclica e com um enfoque nas interligações no sistema financeiro suscetíveis de originar riscos sistémicos, surge então para, em complementaridade com as outras políticas existentes, colmatar este vazio.

Com efeito, no essencial, a orientação seguida ao longo dos últimos anos pela maioria das políticas permanece válida. A política monetária deve permanecer focada na estabilidade dos preços (embora seja admissível que este conceito possa ser mais abrangente do que o subjacente ao índice de preços no consumidor). De facto, a credibilidade atingida pelos bancos centrais na concretização desse objetivo facilitou o recurso a medidas não convencionais da política monetária para estabilizar as condições dos mercados durante a crise. A regulação que assegura a solvabilidade dos bancos e a garantia dos depositantes permanece essencial para a confiança no sistema bancário. O papel da política orçamental na consolidação das contas públicas vem inclusive reforçado com a crise financeira. No entanto, é agora claro que este enquadramento político não é suficiente para assegurar a estabilidade financeira e que maior importância deve ser atribuída ao impacto sistémico dos riscos no setor financeiro.

2. OBJETIVO E ÂMBITO DA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

A política macroprudencial surge então com o objetivo principal de contribuir para a promoção da estabilidade financeira através da prevenção e mitigação de riscos sistémicos, definidos normalmente como o risco de distúrbios nos serviços financeiros decorrentes de vulnerabilidades em parte ou na totalidade do sistema financeiro, com o potencial de originarem consequências negativas graves para a economia real⁸. A sua execução requer uma análise que permita a identificação atempada de fatores de risco sistémico e a definição e calibração de instrumentos de política para os mitigar.

De acordo com De Nicolo *et al.* (2012) existem três tipos de externalidades nos sistemas financeiros responsáveis pela sua fragilidade: (i) interligações entre instituições e mercados financeiros suscetíveis de propagar choques; (ii) complementaridades estratégicas que se concretizam através de exposições comuns, com a implicação de uma elevada correlação entre os riscos das várias instituições, e (iii) vendas maciças (*"fire sales"*) de ativos financeiros, podendo dar origem a uma trajetória abrupta de declínio no seu preço com um impacto negativo sobre os balanços de outras instituições. O facto de os mercados não disporem de mecanismos para internalizarem estas fontes de risco ou o seu impacto sistémico justifica a regulação macroprudencial.

⁸ FSB-IMF-BIS (2011) e *Committee on the Global Financial System* (2010 e 2012).

Para além da dimensão mais estrutural, evidenciada por estas externalidades, os riscos sistémicos têm também uma componente temporal ou procíclica. Com efeito, os fatores responsáveis pelas vulnerabilidades no sistema financeiro têm tendência a acumular durante a fase expansionista do ciclo. O menor risco de crédito e a maior valorização dos ativos dados em colateral em períodos de expansão contribuem para o aumento do crédito e para a sua mais fácil titularização e disseminação pelo sistema financeiro. O maior acesso a financiamento promove o investimento em ativos financeiros e imobiliário, podendo facilmente dar origem à emergência de bolhas especulativas. Por outro lado, na fase recessiva, a inversão destas tendências e uma maior aversão ao risco por parte dos agentes económicos contribui para agravar a recessão.

Estas características dos riscos sistémicos implicam igualmente uma política macroprudencial com duas dimensões. Uma componente estrutural e transversal, que analisa a distribuição de riscos e as interligações no sistema procurando mitigar os fatores de risco num determinado período no tempo, e uma componente cíclica, que analisa a evolução desses mesmos riscos durante a fase expansionista do ciclo e atua com o objetivo de proporcionar ao sistema maior capacidade para absorver as perdas durante a fase descendente do ciclo financeiro.

Estas duas componentes permitem distinguir dois objetivos intermédios normalmente atribuídos à política macroprudencial: (i) contribuir para aumentar a resiliência do setor financeiro e (ii) contribuir para reduzir a amplitude do ciclo financeiro, procurando evitar a alavancagem excessiva na fase ascendente e minimizar os efeitos recessivos na fase descendente (*"leaning against the financial cycle"*)⁹. Embora estes objetivos não sejam mutuamente exclusivos, na medida em que muitos dos instrumentos políticos para os mitigar contribuem para ambos, esta distinção é importante na medida em que obriga a política macroprudencial a considerar a natureza endógena e procíclica dos fatores suscetíveis de fazer desencadear riscos sistémicos. Para além disso, a definição de objetivos intermédios confere uma maior operacionalidade e transparência à política.

A implementação da política macroprudencial requer a identificação atempada dos riscos sistémicos e a estimativa do seu impacto. Esta análise implica (i) a identificação do acumular de vulnerabilidades no sistema financeiro, (ii) a identificação do nível a partir do qual essas vulnerabilidades são suscetíveis de fazer desencadear uma crise e (iii) o conhecimento sobre os canais de propagação de riscos no sistema financeiro e na generalidade da economia.

Ao longo dos últimos anos tem havido um considerável volume de investigação relativamente à medição de riscos sistémicos, nomeadamente quanto à seleção de um conjunto de indicadores adequados para sinalizar o acumular de riscos, na estimação da probabilidade de ocorrência de uma crise com base nessa informação e no delinear de modelos que expliquem as interligações entre o sistema e a economia real, a fim de determinar o impacto de uma crise e de identificar instituições de maior importância sistémica. Grande parte desta análise baseia-se em modelos e metodologias anteriormente existentes, entretanto adaptadas para fins macroprudenciais, dando origem a uma grande diversidade e multiplicidade de modelos¹⁰.

⁹ Podem existir outras classificações de objetivos intermédios. Por exemplo o ESRB (2013) define cinco objetivos intermédios: (i) mitigar e prevenir o crescimento excessivo do crédito e alavancagem; (ii) mitigar e prevenir o excessivo desfasamento de prazos e a falta de liquidez do mercado; (iii) limitar as concentrações diretas e indiretas de exposições; (iv) limitar o impacto sistémico de incentivos desalinados, tendo em vista reduzir o risco moral e (v) reforçar a resiliência das infraestruturas financeiras.
http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf

¹⁰ Ver, por exemplo, Blancher *et al.* (2013) e Bisias *et al.* (2012) para uma revisão da literatura sobre os vários modelos e metodologias de medição de risco sistémico. Estes estudos analisam, respetivamente, 23 e 31 modelos de análise de riscos sistémicos, incluindo: *Macro Stress Tests* (que procuram avaliar a resiliência do sistema financeiro face a um determinado choque), *Network Analysis* (que analisa as interligações dentro do sistema procurando detetar exposições comuns ou instituições de maior importância sistémica), modelos VAR (que procuram capturar correlações entre variáveis macroeconómicas e financeiras), *Early Warning Indicators* (que analisam a probabilidade de determinados indicadores poderem sinalizar uma crise) e modelos de equilíbrio geral (que simulam o funcionamento geral de uma economia e o ajustamento face a determinado choque). Ver também Silva *et al.* (2011) e Saldias (2012) sobre a monitorização de risco sistémico baseada na Análise da Dívida Contingente (metodologia que combina informação de balanços e de mercado para a obtenção de um conjunto de indicadores de risco financeiro).

Não obstante os progressos significativos nesta análise, a medição do risco sistémico continua a apresentar inúmeros desafios devido à incerteza quanto ao funcionamento do sistema financeiro, resultante da sua complexidade e da insuficiência de informação disponível. Em primeiro lugar, a distinção entre o acumular de desequilíbrios e as tendências de longo prazo ou flutuações cíclicas determinadas pelos fundamentos não é óbvia. De acordo com Dell’Ariccia *et al.* (2012), apenas um terço das situações caracterizadas pelo crescimento excessivo do crédito resultam em crises financeiras. Entre as restantes, algumas são seguidas por períodos longos de crescimento económico abaixo da tendência, enquanto outras contribuem para o desenvolvimento do sistema financeiro e para o crescimento económico de longo prazo.

Em segundo lugar, o facto de a crise ser um evento raro implica que o volume de informação necessário para determinar a sua probabilidade de ocorrência requer dados com séries bastante longas, nem sempre disponíveis. Tendo em conta a inovação e o dinamismo que caracterizam o sistema financeiro, dados históricos com séries muito longas poderão, contudo, não ser os mais indicados para caracterizar as atuais interligações entre os mercados financeiros e a economia real. De acordo com Handen (2013) e Haldane (2013), a incapacidade de, num contexto de incerteza, formar pressupostos *à priori* quanto à distribuição probabilística de eventos futuros, condicionam a credibilidade de muitos modelos sobre a medição de riscos sistémicos¹¹.

Estas limitações na medição de riscos sistémicos condicionam a definição da política macroprudencial, nomeadamente quanto à possibilidade de estimar os parâmetros de uma equação que relacione a ativação dos instrumentos de política com alguma medida de risco sistémico (ou a determinado nível de um conjunto de indicadores relevantes) permitindo o estabelecimento de “regras” para a tomada de decisões políticas.

Relacionado com esta questão existe um amplo debate entre a utilização de regras na implementação da política macroprudencial versus a utilização de maior discricionariedade. Dado o carácter preventivo da política macroprudencial, é natural que, ao contribuir para reduzir o dinamismo da atividade económica numa altura em que os riscos ainda não se materializaram, esta política seja alvo de contestação. Por outro lado, o atenuar da amplitude do ciclo numa fase recessiva implica normalmente a imposição de requisitos regulamentares menos exigentes numa fase em que os riscos são mais pronunciados, potenciando um conflito com os objetivos imediatos da política microprudencial¹². A definição de uma regra que condicionasse a ativação do instrumento a determinados indicadores em função do grau de risco que sinalizam poderia conferir maior credibilidade à política macroprudencial, tornando-a mais transparente e previsível.

A dificuldade em estabelecer uma ligação mecânica entre uma medida de risco e a ativação dos instrumentos não condiciona, contudo, a eficácia destes instrumentos, nem confere à política macroprudencial um carácter exclusivamente discricionário. Apenas implica que, à semelhança de muitos outros processos de tomada de decisão, a definição de orientações neste âmbito requer um grau considerável de julgamento. A este respeito, existe um relativo consenso sobre o facto de o processo de decisão dever basear-se tanto quanto possível na análise proveniente dos vários indicadores e modelos disponíveis, deixando, contudo, margem para alguma subjetividade e discricionariedade. O estabelecimento de regras simples, baseadas no julgamento informado, com o apoio da análise disponível (mas sem o mecanicismo de uma regra

¹¹ Haldane (2013) sugere que, na presença de incerteza, uma regra simples, baseada na intuição ou no julgamento, seria superior a uma regra baseada na otimização de modelos mais complexos. O argumento resulta do facto de estes modelos se basearem na distribuição de probabilidades derivada de uma amostra reduzida (tendo em conta a escassez de informação face à raridade de uma crise) e portanto pouco representativa da realidade que pretendem ilustrar.

¹² Embora a importância de garantir a solvabilidade individual das instituições financeiras não seja posta em causa pela política macroprudencial, esta política poderá advogar requisitos menos exigentes na fase descendente do ciclo com o objetivo de facilitar a retoma, no pressuposto de que a capacidade das instituições para a absorção de eventuais perdas se encontra reforçada pelas maiores exigências regulamentares impostas durante a fase de expansão.

resultante da otimização de um modelo mais sofisticado, mas incerto), poderá constituir um compromisso adequado entre as duas visões. Estas regras permitirão simultaneamente conferir credibilidade e transparência à política macroprudencial, bem como uma maior flexibilidade para ajustar o processo de decisão em função de uma maior experiência ou de nova informação. A maior discricionariedade, para além de proporcionar maior flexibilidade, tem também a vantagem de permitir tomar em consideração informação de natureza qualitativa, normalmente ignorada nos modelos utilizados para a medição de riscos. A maior investigação nesta área, assim como uma maior experiência na utilização dos instrumentos irão, ao longo do tempo, certamente conferir às regras uma maior robustez.

Por enquanto, as limitações associadas à medição do risco sistémico podem ser atenuadas com a combinação da informação proveniente de vários modelos ou indicadores. Existem, por exemplo, indicadores mais propícios para identificar a acumulação de vulnerabilidades (*slow-moving indicators*), como as variáveis com origem nos balanços dos bancos, mas que poderão revelar-se insuficientes para sinalizar a materialização desses riscos. A deteção da emergência de uma crise poderá ser melhor identificada através de indicadores de maior frequência, tais como as variáveis relativas aos mercados financeiros, sendo a informação resultante da combinação de ambos os tipos, mais esclarecedora. A grande variedade de medidas de risco sistémico proporcionadas por diversos modelos e indicadores poderão contribuir para capturar diferentes perspetivas do risco.

A regulação no âmbito de Basileia III relativa à reserva de capital contracíclica (*counter-cyclical capital buffer*)¹³ pode constituir um exemplo de um compromisso adequado entre regras e discricionariedade. A regra estabelece uma sobrecarga de capital durante períodos de expansão, sendo o desfasamento do rácio do crédito sobre o PIB face à tendência de longo prazo o indicador recomendado. No entanto, tanto a calibração como o valor daquele indicador (ou de outras variáveis adicionais selecionadas) para a ativação deste instrumento carecem da discricionariedade das autoridades macroprudenciais. Enquanto não existir suporte empírico que determine um limite a partir do qual aquele rácio pode constituir um indicador mais robusto de bolhas especulativas ou de outras vulnerabilidades, seria prematuro estabelecer uma regra mais precisa.

3. INSTRUMENTOS DA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

A implementação da política macroprudencial implica a definição de um conjunto de instrumentos e condições de aplicação que, de acordo com os seus objetivos intermédios, permitam: aumentar a resiliência do setor financeiro e reduzir as flutuações do ciclo financeiro. Na sua essência, muitos dos instrumentos definidos para estes fins não são distintos dos utilizados na supervisão microprudencial. Em termos operacionais, a principal diferença reside no facto de os instrumentos da política macroprudencial serem ativados em função do ciclo económico ou do risco sistémico e não em função das características ou do perfil de risco de uma determinada instituição.

A escolha dos instrumentos a ativar e a sua calibração implica um conhecimento sobre os mecanismos de transmissão dos instrumentos que permita determinar o seu impacto. Tal como se verifica relativamente à análise dos riscos, o impacto dos instrumentos também está sujeito a alguma incerteza. Em primeiro lugar, a experiência limitada na sua utilização e o facto de a sua ativação ter normalmente coincidido com a implementação de outras políticas torna difícil isolar o seu efeito. Para além disso, a sua eficácia pode ser limitada por efeitos indiretos, não pretendidos. Estes efeitos podem decorrer da interação e substituíbilidade entre o setor regulado e o não regulado (*i.e.*, “*Shadow banking*”) e da possibilidade de arbitragem regulatória que promovem. Por exemplo, restrições impostas a determinado setor poderão incentivar um redirecionamento de atividades, levando ao acumular de vulnerabilidades semelhantes noutros setores que não foram alvo das restrições, minimizando o impacto desta medida na mitigação de riscos sistémicos.

¹³ Ver Basel Committee on Banking Supervision (2010).

Assim, na análise do impacto dos instrumentos de política macroprudencial importa considerar igualmente potenciais efeitos não pretendidos que podem comprometer a sua eficácia, bem como o facto de o mecanismo de transmissão destes instrumentos não ser estático, evoluindo em função da inovação financeira e da estrutura do sistema financeiro.

Embora a incerteza relativamente ao impacto dos instrumentos dificulte uma calibração muito precisa, estas dificuldades podem ser superadas através de uma maior experiência com a ativação destes instrumentos e, eventualmente, com algum gradualismo na utilização, permitindo assim acumular experiência com um menor risco de erro.

Um número significativo de bancos centrais e organizações internacionais têm desenvolvido investigação nesta área, no sentido de definir um conjunto de instrumentos adequados a prevenir e mitigar riscos sistémicos, bem como as suas condições de utilização¹⁴. Estes conjuntos de instrumentos (*“macroprudential toolkits”*) definem igualmente um conjunto de indicadores que sinalizem a ativação política e critérios para a seleção de instrumentos. Estes critérios são normalmente definidos com base nos custos e benefícios relativos de cada instrumento, de forma a assegurar uma adequada proporcionalidade entre o custo relacionado com a sua ativação e a distorção que pretendem corrigir. Estes *“toolkits”* permitem superar as limitações decorrentes de uma política meramente discricionária, nomeadamente quanto à falta de credibilidade e transparência. Para além disso, ao clarificarem a utilização dos instrumentos para fins macroprudenciais, permitem evitar conflitos com a política microprudencial relacionados com a competência para a ativação de determinado instrumento decorrentes da semelhança de instrumentos entre as duas políticas.

A seleção do instrumento adequado depende, em primeiro lugar, do fator de risco em causa, mas também do objetivo intermédio que se pretende alcançar. Quando o objetivo consiste na redução da componente cíclica dos riscos sistémicos, o instrumento deverá ser ajustado de forma contracíclica, ou seja: ativado no período de maior expansão económica, enquanto as vulnerabilidades no sistema financeiro estão a aumentar, e libertado na fase recessiva quando existe o risco de requisitos demasiado exigentes causarem a desestabilização das condições de financiamento da economia. Assim, para fazer face a este objetivo deverão ser utilizados instrumentos que permitam uma maior flexibilidade na utilização. Instrumentos que impliquem a realização de aumentos significativos de capital, por serem mais morosos de concretizar, poderão ser menos adequados para este fim, do que por exemplo, limites às exposições do setor financeiro, cuja aplicação pode ser mais imediata, ou acréscimos marginais de capital.

Por outro lado, os instrumentos destinados a melhorar a resiliência do setor financeiro face a riscos de natureza estrutural, embora sejam geralmente reforçados durante a fase de expansão, não necessitam de alterações tão frequentes, pelo que a rapidez na aplicação do instrumento deixa de ser um critério tão relevante.

Os instrumentos podem ser aplicados à generalidade dos bancos ou a um grupo específico de instituições com exposições de maior risco. Para além disso, poderão ser impostos requisitos regulamentares mais exigentes às instituições de maior dimensão e mais interligadas com o resto do sistema financeiro devido ao seu potencial impacto sistémico.

De um modo geral, os instrumentos macroprudenciais podem ser agrupados em três grandes categorias: (i) requisitos de capital ou de liquidez; (ii) limitações à concentração de ativos ou ao crescimento do crédito e (iii) critérios de elegibilidade ao crédito. Os dois primeiros tipos de instrumentos destinam-se a influenciar o comportamento das instituições de crédito, enquanto os últimos condicionam mais diretamente o comportamento dos devedores.

¹⁴ Por exemplo, os trabalhos desenvolvidos ao nível do *Bank for International Settlements*, do *European Systemic Risk Board* (com a participação de vários bancos centrais da União Europeia), do Banco de Inglaterra e do Banco da Suécia (Ver Bank of England, 2011 e Berntsson e Molin, 2012).

Os requisitos de capital e de liquidez, por permitirem a acumulação de uma reserva de capital ou de liquidez de forma a melhor permitir a absorção de perdas durante a fase descendente do ciclo económico, têm um impacto direto sobre a resiliência do setor bancário. Estes instrumentos podem também contribuir para reduzir a amplitude do ciclo através do seu impacto sobre o crescimento do crédito.

Dentro da categoria dos requisitos de capital podemos ter, por exemplo, requisitos de capital contracíclicos ou reserva de capital para riscos sistémicos. Os rácios de capital podem ser aplicados relativamente à generalidade dos ativos do setor financeiro, ou apenas relativamente a determinado tipo de exposições, tais como o crédito imobiliário, no caso de maiores riscos provenientes desse setor.

O mecanismo de transmissão destes instrumentos depende, em grande parte, da atuação dos bancos para fazer face aos requisitos regulamentares mais exigentes. A satisfação de rácios de capitais mais elevados implica um aumento de capital ou uma redução do volume ou composição dos ativos. Se os bancos optarem por um aumento de capital, os efeitos sobre o crédito materializam-se através do impacto sobre o custo de capital, que se transmite nas condições de concessão de crédito. Caso os bancos optem antes por satisfazer os requisitos regulamentares através da redução dos seus ativos, existe um efeito de quantidade direto sobre a oferta do crédito. Neste caso, os requisitos de capital têm um efeito muito semelhante aos das limitações impostas diretamente sobre a concentração de ativos ou o crescimento do crédito.

Os requisitos de liquidez atuam sobre a composição de ativos e passivos dos balanços das instituições. Neste âmbito, os instrumentos podem consistir em reservas contracíclicas de liquidez, rácio de cobertura de liquidez e *"haircuts"* ou cortes no valor dos ativos utilizados nas transações de cedência de títulos. Estes requisitos impõem aos bancos a redução da proporção do financiamento a curto prazo e/ou uma redução das maturidades dos empréstimos. O mecanismo de transmissão processa-se através do impacto que estas alterações na estrutura dos balanços dos bancos exercem sobre a quantidade e o custo relativo de vários ativos, em particular, do crédito.

Com limitações à concentração de ativos ou ao crescimento do crédito pretende-se normalmente limitar a acumulação de vulnerabilidades associadas a essas exposições. Dentro desta categoria podem existir limites à expansão do crédito, à exposição em moeda estrangeira e à concentração setorial da carteira de ativos. Estes instrumentos têm um efeito direto sobre a oferta de crédito ou do ativo subjacente. Ao permitirem a redução de vulnerabilidades na composição das carteiras das instituições, estes instrumentos contribuem também indiretamente para a resiliência do sistema financeiro.

As restrições aplicadas aos critérios de elegibilidade ao crédito pretendem reduzir a concessão de crédito através da limitação do acesso a financiamento por parte de alguns devedores. Os exemplos mais utilizados são limites aos rácios entre o montante do empréstimo e o valor do colateral associado (LTV – *"loan-to-value"*) e entre o montante dos empréstimos ou serviço da dívida e o rendimento do devedor (LTI – *"loan-to-income"* e DSTI – *"debt service-to-income"*). Ao limitarem o acesso ao crédito, estes instrumentos contribuem para reduzir as vulnerabilidades dos devedores – com efeito, em alguns países, estas medidas têm sido implementadas com o objetivo de promover a proteção do cliente bancário. Ao contribuírem para reduzir a probabilidade de incumprimento do crédito e das perdas daí decorrentes (na medida em que os limites impostos asseguram que eventuais perdas sejam mais facilmente cobertas pelo ativo colateral, no caso do LTV, ou pelo rendimento do devedor, no caso do DTI), estes instrumentos permitem também aumentar a resiliência do setor financeiro. Estes instrumentos, nomeadamente os LTV, aplicam-se particularmente em relação a empréstimos garantidos por imóveis com hipotecas.

Importa ter em atenção que, com a definição de limites fixos para estes instrumentos, o seu impacto é naturalmente procíclico, na medida em que tanto o valor dos ativos utilizados enquanto colateral na concessão de crédito, como o rendimento dos devedores, são geralmente maiores na fase de expansão do ciclo económico. Assim, a sua utilização com objetivos contracíclicos obriga não só a maiores reajustamentos em função do ciclo, mas também a alguma atenção às metodologias de avaliação do deno-

minador aquando da concessão do crédito. Com efeito, uma avaliação do ativo imobiliário a preços de mercado num momento de expansão económica poderá não ser suficiente para cobrir as perdas futuras se o incumprimento do crédito ocorrer simultaneamente com uma desvalorização significativa do preço do ativo. Ao contrário da generalidade dos instrumentos, que se aplicam relativamente à totalidade dos ativos em carteira dos bancos, os LTV e LTI (ou DSTI) aplicam-se geralmente apenas a novos créditos.

Conforme referido, um aspeto particularmente importante a considerar na execução da política macroprudencial é o facto de esta poder promover a ocorrência de efeitos não planeados, que afetam a eficácia dos instrumentos. Estes efeitos manifestam-se geralmente na transferência de atividades das instituições ou setores regulados para outros, não abrangidos pelas alterações de política. Por exemplo, a redução da oferta de crédito que a maioria dos instrumentos acima referidos propicia pode ser substituída pela oferta de crédito por parte de outras instituições financeiras não abrangidas pela regulação ou por filiais de bancos estrangeiros a operar em território nacional. No caso de os requisitos de capitais serem setoriais, os próprios bancos podem compensar um menor volume de crédito ao setor objeto da regulação, por crédito a outros setores não abrangidos. Para além disso, se o numerador do LTV não for cuidadosamente definido, estes instrumentos podem ser contornados pela constituição de uma segunda hipoteca¹⁵.

De um modo geral, quanto mais estreito for o perímetro da regulação, maior a probabilidade de a regulação ser contornada. Assim, um alargamento deste perímetro e uma maior coordenação entre as políticas macroprudenciais dos vários países pode contribuir para aumentar a sua eficácia. Para além disso, a política macroprudencial também contempla o desenvolvimento de instrumentos particularmente vocacionados para outros intermediários financeiros e para a melhoria das infraestruturas de mercados.

A eficiência da política macroprudencial pode também aumentar se a substituíbilidade e complementaridade entre os vários tipos de instrumentos for adequadamente aproveitada. A conjugação simultânea de vários instrumentos, se adequadamente articulada, pode minimizar a ocorrência de efeitos não planeados. Por exemplo a combinação entre requisitos de capitais e LTV permite conjugar os efeitos de redução da oferta do crédito decorrentes do primeiro com as restrições no acesso ao crédito introduzidas pelo segundo, que podem abranger a totalidade das operações de crédito¹⁶, deixando assim uma menor margem para o setor não regulado absorver o excesso de procura decorrente da imposição isolada de requisitos de capitais.

4. INTERAÇÃO COM OUTRAS POLÍTICAS E GOVERNAÇÃO

A política macroprudencial, conforme referido, atua com o objetivo de melhorar a resiliência do setor financeiro e de reduzir a amplitude das flutuações cíclicas. Todavia muitas outras políticas podem interferir com esses objetivos, o que levanta a questão sobre a sua articulação de forma a potenciar uma maior eficácia. Embora esta interação possa dar origem a interesses conflituosos, de uma forma geral a complementaridade e alguma substituíbilidade entre políticas, pode contribuir para reforçar a estabilidade financeira.

As condições de liquidez da economia e o seu impacto na procura agregada, essencialmente da responsabilidade da política monetária, são determinantes para o ciclo económico. A política microprudencial, responsável por assegurar a solidez da instituição individual, também contribui para a resiliência do sistema financeiro como um todo. A política orçamental, para além de indispensável para a estabilidade financeira, pode, através da tributação, afetar as transações financeiras e a rendibilidade das instituições.

¹⁵ Não constituindo propriamente um efeito não planeado, os LTV e LTI podem também ser questionáveis em termos de equidade, ao atingirem mais diretamente alguns segmentos específicos da população (e.g. jovens à procura da primeira habitação ou população de menor rendimento).

¹⁶ Se os LTV forem introduzidos enquanto medida de proteção do cliente bancário, no âmbito da supervisão comportamental, a sua aplicação é de âmbito geral, incluindo igualmente o crédito concedido por filiais de bancos estrangeiros.

Assim, as orientações ao nível destas políticas não são irrelevantes para assegurar os objetivos pretendidos no âmbito da política macroprudencial.

Do mesmo modo que uma política monetária acomodatória, ao contribuir para reduzir os custos de financiamento, pode conduzir à alavancagem e à emergência de bolhas especulativas, a orientação inversa desta política poderá igualmente ser a forma mais óbvia de conter um crescimento excessivo do crédito. Com efeito, a subida das taxas de juro, decorrente de uma política restritiva, exerce um efeito de contração sobre a procura do crédito, contribuindo também para a redução do preço dos ativos financeiros e consequentemente do valor do colateral usado para garantia do crédito. Porém, conforme demonstrado recentemente, a expansão do crédito pode ocorrer em períodos de estabilidade macroeconómica. Nessas circunstâncias, a restritividade da política monetária, necessária para conter a expansão do crédito, pode entrar em conflito com os restantes objetivos dessa política. Estes conflitos são tanto maiores quanto menos sincronizados forem o ciclo económico e o ciclo financeiro, facto que normalmente sucede quando o crescimento excessivo do crédito é concentrado num setor específico.

Assim, quando o crescimento excessivo do crédito tem origem na expansão da procura agregada e coincide com o sobreaquecimento da economia, a política monetária poderá ser a política mais indicada para promover a estabilidade financeira. Tendo em conta o seu âmbito demasiado vasto, esta política é, contudo, menos apropriada para lidar com problemas setoriais ou com riscos financeiros suscitados por vulnerabilidades mais específicas. Por exemplo, a utilização da política monetária com o objetivo de prevenir uma bolha especulativa, implicaria uma taxa de juro demasiado elevada para compensar os retornos decorrentes do investimento nesses ativos. Mesmo admitindo algum impacto sobre o crescimento do crédito, uma tal orientação política teria custos significativos em termos do crescimento económico e do emprego.

Assim, numa situação em que a economia está estabilizada mas os desequilíbrios financeiros continuam a aumentar, a política macroprudencial poderá ser mais adequada para mitigar os riscos sistémicos e proporcionar o ajustamento necessário no setor financeiro, sem a necessidade de requerer um ajustamento da globalidade da economia.

A supervisão microprudencial, focada na solidez da instituição individual, é indispensável para garantir a resiliência do sistema como um todo. No entanto, é possível que surjam alguns conflitos com a política macroprudencial, na medida em que as duas políticas têm uma perceção diferente dos riscos. Em particular, a análise microprudencial, focada nos balanços das instituições individuais, não considera os riscos provenientes do seu comportamento coletivo ou da interação no sistema financeiro. Os conflitos entre as duas políticas são mais prováveis na fase descendente do ciclo, aquando da materialização dos riscos, em que a política macroprudencial advogaria requisitos menos exigentes com o objetivo de permitir ao sistema bancário uma adequada absorção das perdas, sem comprometer o financiamento da economia.

Ao contrário da política monetária, a política orçamental pode ter um âmbito de atuação mais restrito e ser direcionada para objetivos específicos. Por exemplo, uma tributação adequada poderá contribuir para desincentivar certas exposições ou comportamentos por parte dos agentes económicos. Com efeito, desde o eclodir da crise financeira internacional tem havido propostas no sentido de considerar a inclusão de algumas medidas de natureza fiscal no leque dos instrumentos macroprudenciais, sob a forma de uma taxa aplicável a certas atividades ou uma taxa contracíclica aplicável ao nível do crédito concedido (Jeanne e Korinek, 2010). Existem, contudo, dúvidas sobre a eficácia destas medidas em conter atempadamente a emergência de vulnerabilidades suscetíveis de desencadear uma crise.

O papel da política orçamental pode ser particularmente importante na fase de resolução de uma crise financeira, quando o papel das restantes políticas é potencialmente mais reduzido. A maior consolidação das contas públicas durante a fase ascendente do ciclo é indispensável para criar margem de manobra que permita o apoio ao sistema financeiro ou um estímulo à economia, de forma a atenuar os custos decorrentes de uma crise financeira.

Embora a desativação dos instrumentos macroprudenciais na fase descendente do ciclo possa contribuir para facilitar a retoma, estes instrumentos não são, contudo, vocacionados para gerir situações de crise, em particular, as relacionadas com a liquidação ou reestruturação de instituições insolventes. Todavia, a análise macroprudencial, focada nas interligações entre o sistema financeiro e a economia, ao avaliar o impacto da crise e o potencial sistémico dessas instituições, pode dar um contributo importante para a gestão desses aspetos, determinantes para o restabelecimento das normais condições de funcionamento dos mercados financeiros.

Conforme evidenciado pela crise da dívida soberana, desequilíbrios ao nível da política orçamental podem ter um efeito desestabilizador sobre os mercados financeiros. Embora a correção desses desequilíbrios não seja da área de competências da política macroprudencial, estas vulnerabilidades deverão ser tomadas em consideração por esta política tanto na fase de análise dos riscos para o sistema financeiro como, eventualmente, na fase de ativação dos instrumentos (caso se considere, por exemplo, que os riscos para o sistema financeiro possam ser mitigados através de uma redução das exposições das instituições de crédito a títulos de dívida soberana).

Esta interação entre as várias políticas na promoção da estabilidade financeira poderá implicar a necessidade de alguma coordenação ou eventualmente a gestão de conflitos de interesse entre as várias políticas. Neste sentido, a execução da política macroprudencial carece de um enquadramento institucional adequado que permita uma governação eficiente e lhe confira legitimidade para atuar preventivamente em função de riscos ou vulnerabilidades que poderão ser mais diretamente da esfera de competência de outras políticas. Para além disso, uma estratégia de comunicação adequada, ao conferir maior transparência e previsibilidade à política macroprudencial, pode contribuir para uma maior credibilidade desta política e para uma melhor governação.

Nos países da área do euro a coordenação entre as políticas de supervisão e a política monetária ao nível nacional está, contudo, condicionada pela falta de autonomia nacional relativamente à política monetária. Embora estas duas políticas não sejam substitutas, a política macroprudencial poderá constituir um veículo para afetar as condições de liquidez de uma economia sem a autonomia da política monetária. Neste sentido poderá contribuir para atenuar a fragmentação dos mercados financeiros na área do euro, que dificulta o mecanismo de transmissão da política monetária.

Face às considerações anteriores, a autoridade para a implementação da política macroprudencial deve ser atribuída a uma instituição com independência e capacidade de analisar os riscos sistémicos e de atuar atempadamente na sua prevenção e mitigação. Os bancos centrais são naturalmente as instituições apropriadas para exercer essa autoridade, dada a sua competência na análise das condições macroeconómicas e dos sistemas financeiros, bem como a sua independência e experiência na execução da política monetária. Aliás, nos casos em que o banco central é simultaneamente a autoridade microprudencial, a competência para a utilização desses instrumentos é também útil para fins macroprudenciais. Ainda assim, é importante que ao nível da organização interna dos bancos centrais exista uma separação entre a execução das várias políticas de forma a garantir uma maior autonomia na prossecução dos vários objetivos.

De acordo com a recomendação do *European Systemic Risk Board (ESRB)*¹⁷ – órgão responsável pela coordenação das políticas macroprudenciais ao nível da União Europeia – vários países têm vindo a conferir a autoridade para a política macroprudencial ao banco central ou a um comité constituído por várias instituições no qual o banco central assume um papel proeminente (como, por exemplo, no Reino Unido).

Em Portugal a responsabilidade pela política macroprudencial foi atribuída ao Banco de Portugal. A experiência desta instituição na execução da política monetária e a sua responsabilidade na supervisão microprudencial permitirão mais facilmente gerir a interação entre as várias políticas na promoção da estabilidade financeira.

¹⁷ Ver http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2011/ESRB_2011_3.en.pdf

5. CONCLUSÕES

A execução da política macroprudencial requer a deteção atempada de riscos e do seu impacto, a definição de instrumentos apropriados e corretamente calibrados para a sua mitigação e uma governação adequada para permitir a tomada de decisões sempre que necessário, independentemente da contestação ou de possíveis conflitos com outras políticas.

A análise que permita identificar atempadamente os riscos e o seu impacto é um aspeto crítico da política macroprudencial. A inovação e a complexa rede de interligações no sistema financeiro, embora possam conferir uma maior eficiência à intermediação financeira, contribuem para tornar os riscos menos perceptíveis. Por exemplo, os processos de titularização de créditos apresentam estruturas cada vez mais opacas o que, conjuntamente com a sua fácil disseminação pelo sistema financeiro, dificulta a avaliação e localização dos riscos existentes.

Muitos dos canais que permitem a alavancagem e facilitam a propagação de riscos ocorrem através do setor financeiro não regulado. As instituições deste setor, na medida em que podem captar financiamento com características similares aos depósitos e efetuar transformações na maturidade dos seus ativos e passivos, assumem um comportamento muito próximo ao de um banco, estando, contudo, fora do perímetro da regulação bancária. Para além disso, contribuem para reduzir a eficácia dos instrumentos de política macroprudencial, através da arbitragem regulatória.

Assim, a maior eficiência da política macroprudencial está relacionada com a reforma de algumas regras de funcionamento destes mercados, nomeadamente quanto ao aumento da transparência e à limitação das interligações entre o setor regulado e o não regulado. Existem atualmente algumas iniciativas regulamentares neste sentido, ao nível internacional e da União Europeia que, em conjunto com as propostas de reformas mais abrangentes, visando promover uma maior segmentação entre o setor regulado e o não regulado¹⁸, merecem ser alvo de reflexão.

Não obstante a dificuldade inerente à deteção de riscos nos sistemas financeiros, a sua negligência durante o período que antecedeu a crise financeira não pode ser atribuída apenas a esse facto, mas também à subestimação do impacto desses riscos. Com efeito, o elevado crescimento do crédito, a sua excessiva titularização, ou os desequilíbrios macroeconómicos decorrentes de um endividamento excessivo eram facilmente observáveis. No entanto, o seu potencial impacto sistémico foi descurado.

Existem vários fatores que podem contribuir para limitar a ação das autoridades macroprudenciais face a vulnerabilidades nos sistemas financeiros. A natureza preventiva da política macroprudencial implica a ativação de instrumentos numa fase em que os riscos ainda não se materializaram, sendo portanto pouco perceptíveis para os agentes económicos. A eficácia da política em contribuir, por exemplo, para evitar uma crise, é difícil de ser verificada na medida em que a crise não chegou a ocorrer. Para além disso, embora a política macroprudencial tenha como objetivo a redução de riscos sistémicos com impacto sobre a economia global, os seus instrumentos, ao contrário dos da política monetária, são muitas vezes direcionados a vulnerabilidades específicas ou setoriais, o que poderá tornar a sua ativação questionável em termos de equidade. O vasto âmbito do seu principal objetivo implica ainda que a esfera de atuação da política macroprudencial possa interferir com a de outras políticas, potenciando algumas tensões.

Assim, para além de uma governação que assegure a independência e legitimidade das autoridades macroprudenciais, poderá ser importante o estabelecimento de algum mecanismo que limite uma possível negligência na presença de vulnerabilidades financeiras futuras. O compromisso face a uma regra que, mesmo com alguma subjetividade e discricionariedade, estabeleça uma relação entre alguns indicadores relevantes e a tomada de atitude por parte dos reguladores poderá limitar uma eventual passividade futura.

¹⁸ Ver, por exemplo, o Relatório Liikanen na União Europeia, a Volker Rule nos EUA e a Vickers Rule no Reino Unido.

REFERÊNCIAS

- Agur, Itai e Sunil Sharma, (2013), "Rules, discretion, and macro-prudential policy", *IMF Working Paper 13/65* (Washington, IMF).
- Bank of England, (2011), "Instruments of macroprudential policy", *Discussion Paper*, December 2011.
- Basel Committee on Banking Supervision, (2010), "Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer", Bank for International Settlements.
- Bernanke, Ben, (2004), "The great moderation" remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC.
- Bernanke, Ben S. e Mark Gertler., (2001), "Should central banks respond to movements in asset prices?" *American Economic Review*, 91(2).
- Berntsson, Christina N. e Johan Molin, (2012), "Creating a Swedish toolkit for macroprudential policy", *Riksbank Studies*.
- Bisias, Dimitrios, Mark Flood, Andrew W. Lo e Stavros Valavanis, "A survey of systemic risk analytics", *Working Paper 0001*, Office of Financial Research.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell' Ariccia, Paolo Mauro, (2010), "Rethinking macroeconomic policy", *IMF Staff Discussion Note 10/03* (Washington, IMF).
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell' Ariccia, Paolo Mauro, (2013), "Rethinking macroeconomic policy II: Getting Granular", *IMF Staff Discussion Note 13/03* (Washington, IMF).
- Blancher, Nicolas, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo e Laura Valderrama, (2013), "Systemic risk monitoring ("SysMo") toolkit – a user guide", *IMF Working Paper 13/168* (Washington, IMF).
- Borio, Claudio e Piti Distyatat, (2011), "Global imbalances and the financial crisis: link or no link", *BIS Working paper No. 346*.
- Committee on the Global Financial System, (2010), "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", *CGFS Papers No 38*.
- Committee on the Global Financial System, (2012), "Operationalising the selection and application of macroprudential Instruments", *CGFS Papers No 48*.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, Tui Tong, Bas Bakker e Jérôme Vandenbussch, (2012), "Policies for macrofinancial stability: how to deal with credit booms", *IMF Staff Discussion Note 12/06* (Washington, IMF).
- De Nicrolo, Gianni, Giovanna Favara e Lev Ratnovski, (2012), "Externalities and macro-prudential regulation", *IMF Staff Discussion Note 12/05* (Washington, IMF).
- European Systemic Risk Board, (2011), "Recommendation of the ESRB of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities" (ESRB/2011/3), OJ 2012/C 41/01.
- European Systemic Risk Board, (2013), "Recommendation of the ESRB of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy" (ESRB/2013/1), OJ 2013/C 170/01.
- Financial Stability Board, International Monetary Fund, Bank for International Settlements, (2011), "Macroprudential tools and frameworks", Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- Gameiro, Isabel M., Carla Soares, João Sousa, (2011), "Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Primavera 2011*.





- Haldane, Andrew, (2013), "The dog and the frisbee", speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium in Jackson Hole, Wyoming.
- Hansen, Lars Peter, (2013), "Challenges in identifying and measuring systemic risk", *NBER Working Paper 18505*.
- International Monetary Fund, (2006), "How has globalization affected inflation", *World Economic Outlook*, April 2006, Chapter 3.
- Jeanne, Olivier e Anton Korinek, (2010), "Managing credit booms and busts: a Pigouvian taxation approach", *NBER Working Paper No. 16377*, Cambridge, MA: National bureau of Economic Research.
- Obstfeld, Maurice e K. Rogoff, (2004), "The unsustainable US current account position revisited", National Bureau of Economic Research, *Working Paper No. 10869*.
- Obstfeld, Maurice e K. Rogoff, (2005), "Global current cccount imbalances and exchange rate adjustments", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 2005, No 1.
- Rajan, Raghuram, (2005), "Has financial development made the world riskier", *NBER Working Paper No. 11728*.
- Roubini, Nouriel e B. Setser, (2005), "Will Bretton Woods 2 regime unravel soon? the risk of a hard landing in 2005-2006", *CESifo Forum 1/2005*.
- Saldias, Martin, (2012), "Análise de risco sistémico e teoria e informação baseada em opções", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - maio 2012*.
- Shin, Hyun Song, (2012), "Global banking glut and loan risk premium", *IMF Economic Review Vol. 60*.
- Silva, Nuno, Nuno Ribeiro e António Antunes, (2011), "Um indicador de risco sistémico baseado no modelo da dívida contingente", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - novembro 2011*.