

Estratégia e instrumentos da política macroprudencial

RESUMO

A crise financeira internacional e o seu impacto na economia internacional estiveram na origem de inúmeras reformas na regulação e supervisão dos sistemas financeiros ao nível global. Neste contexto, diversos países têm vindo a desenvolver um enquadramento institucional e operacional para a implementação da política macroprudencial, visando a promoção da estabilidade financeira. Em Portugal, a autoridade em matéria de política macroprudencial foi conferida ao Banco de Portugal, competindo-lhe assim a definição de uma estratégia e dos instrumentos a utilizar com vista à prevenção de riscos sistémicos. Esta

função implica uma análise dos riscos considerados mais relevantes no âmbito do sistema financeiro nacional e uma seleção dos instrumentos adequados à sua prevenção. Este artigo pretende contribuir para esta análise: a secção 1 analisa a motivação subjacente à definição de uma estratégia de política macroprudencial e os critérios a ter em conta na seleção dos seus instrumentos; a secção 2 examina os riscos sistémicos mais relevantes no contexto do sistema financeiro nacional; a secção 3 descreve os instrumentos adequados à prevenção dos vários riscos analisados; e a secção 4 conclui.

1. Motivação e critérios para a definição de uma estratégia e seleção de instrumentos para a política macroprudencial

A recente crise financeira internacional tornou evidente que o modelo de supervisão existente até então, centrado na solvabilidade da instituição individual, era pouco adequado a detetar riscos sistémicos, decorrentes de externalidades e interligações no sistema financeiro e com a capacidade de propagação para a globalidade da economia.

Neste contexto, diversas instituições com responsabilidades na supervisão do setor financeiro têm vindo a desenvolver um enquadramento regulamentar e institucional para a implementação da política macroprudencial e instrumentos adequados à mitigação de riscos sistémicos suscetíveis de comprometer a estabilidade financeira. Estas reformas estão concretizadas, em particular, no quadro regulamentar de Basileia III¹, que define as condições de aplicação de um conjunto de instrumentos disponíveis para a execução da política macroprudencial.

Neste contexto, o *European Systemic Risk Board* (ESRB), entidade responsável pela coordenação da política macroprudencial na União Europeia, tem vindo a emitir recomendações com vista a orientar as autoridades macroprudenciais nacionais na execução desta política. Estas recomendações definem, em particular, um conjunto de objetivos intermédios para a operacionalização da política macroprudencial e os diversos instrumentos disponíveis para o alcance desses objetivos² (ver Quadro 1). No âmbito dos vários trabalhos realizados ao nível do ESRB foram também desenvolvidos critérios para a utilização desses instrumentos e definido um conjunto de indicadores para orientar a sua ativação / desativação.

O enquadramento legal comunitário tem subjacente o equilíbrio entre o desenvolvimento de regras harmonizadas e a necessidade de garantir alguma flexibilidade a nível nacional. A harmonização tem como objetivo evitar distorções na concorrência entre instituições que atuam em diferentes Estados-membros. A flexibilidade nacional permite ter em conta as diferenças estruturais e no ciclo de crédito entre os vários países, que se materializam em riscos específicos, e que requerem um maior grau de autonomia na utilização dos instrumentos. De acordo com as recomendações do ESRB, as autoridades macroprudenciais nacionais deverão definir os objetivos intermédios e os instrumentos que considerem mais relevantes até ao final de 2014, e a estratégia das suas políticas até ao final de 2015.

Assim, várias autoridades macroprudenciais têm vindo a selecionar um conjunto de instrumentos a desenvolver e operacionalizar para a execução da política macroprudencial ao nível nacional – os denominados *macroprudential toolkits*. A definição de um *toolkit* nacional carece de uma análise individualizada, que tenha em conta os riscos específicos e as características do sistema financeiro nacional (não ignorando os riscos que possam advir de efeitos de *spillover* entre diferentes países). Em particular, a operacionalização dos instrumentos macroprudenciais implica i) a identificação de um conjunto de indicadores adequados à sinalização / antecipação da acumulação de desequilíbrios macro-financeiros e / ou de períodos de crise ou *stress* financeiro e ii) a calibração dos instrumentos tendo em conta o seu impacto esperado no sistema financeiro e sobre a atividade económica, tendo em vista a sua ativação. Estas análises baseiam-se normalmente nos trabalhos desenvolvidos ao nível do ESRB, adaptadas ao contexto nacional.

Por outro lado, importa ter em atenção que, embora a política macroprudencial seja da competência das autoridades nacionais, o BCE pode, no âmbito do *Single Supervisory Mechanism* (SSM) da União Bancária, propor, relativamente às medidas previstas na legislação comunitária, requisitos mais exigentes do que os aplicados pelas autoridades nacionais,³ dirigidos ao setor bancário. Este facto reforça também a necessidade de as autoridades nacionais refletirem e definirem um enquadramento para a operacionalização da política macro-prudencial.

Sendo o Banco de Portugal a autoridade nacional competente em matéria de política macroprudencial, cabe-lhe a definição de um conjunto de instrumentos passíveis de ser utilizados na mitigação de riscos sistémicos. Estes instrumentos serão normalmente selecionados entre os instrumentos definidos pelo ESRB e disponíveis no âmbito da regulação macroprudencial ao nível da União Europeia e da jurisdição nacional.

Nesta seleção diversos critérios são relevantes. Em primeiro lugar importa assegurar um equilíbrio adequado entre, por um lado, a cobertura e a eventual sobreposição dos riscos que os instrumentos permitem mitigar e, por outro, os esforços a desenvolver para a sua operacionalização ao nível nacional. O facto de os riscos suscetíveis de afetar a estabilidade financeira poderem ter origem e natureza diferente implica a seleção de um leque de instrumentos também diversificado. Selecionar um conjunto mais amplo de instrumentos permitiria assegurar a cobertura de um maior número de riscos. No entanto, o desenvolvimento de critérios de ativação de instrumentos, a obtenção e análise de dados relevantes e a sua calibração requer uma análise aprofundada, pelo que, numa primeira fase poderá haver vantagem em concentrar esta análise num conjunto mais restrito de instrumentos, considerados prioritários para a mitigação dos riscos mais relevantes. Por outro lado, a existência de alguma sobreposição entre os efeitos e os riscos cobertos pelos vários instrumentos, também sugere que a seleção de um grupo mais restrito de indicadores pode não implicar grandes perdas em termos de cobertura dos referidos riscos.

Adicionalmente, importa também assegurar que os instrumentos selecionados são os mais indicados para a mitigação dos riscos identificados. Esta seleção baseia-se normalmente em critérios de eficácia, eficiência e transparência, que procuram avaliar i) em que medida o instrumento permite atingir o objetivo; ii) se o custo ou eventuais efeitos adversos decorrentes da sua ativação são proporcionais face aos objetivos pretendidos; e iii) se o instrumento é claro e perceptível quanto à aplicação e aos objetivos que pretende alcançar, de forma a conferir credibilidade e *accountability* à política.

A análise da eficácia e eficiência implica o conhecimento do mecanismo de transmissão do instrumento, nomeadamente quanto ao alcance dos resultados pretendidos e de eventuais efeitos que podem limitar a sua eficácia. Numa fase inicial, esta análise será essencialmente teórica e conceptual, na medida em que não existe ainda experiência suficiente de ativação dos instrumentos, que permita uma avaliação empírica rigorosa. Assim, é previsível que a seleção dos instrumentos ao nível nacional seja objeto de revisões e atualizações ao longo do tempo. Neste contexto, a seleção de instrumentos não deve ser vista como restritiva (no sentido que não impede a ativação de outros instrumentos que não tenham sido selecionados), mas apenas como indicativa dos instrumentos que as autoridades consideram prioritários e sobre os quais vão desenvolver condições para a sua operacionalização ao nível nacional.

O Quadro 1 apresenta uma listagem de instrumentos disponíveis às autoridades macroprudenciais, harmonizados no âmbito da CRDIV / CRR, ou que poderão ter origem na legislação nacional. Os instrumentos encontram-se agrupados conforme o objetivo intermédio que pretendem atingir, definido pela recomendação do ESRB, e de acordo com o tipo de risco que lhe está associado e que poderá ser mais relevante no contexto do sistema financeiro nacional.

De modo a assegurar uma cobertura adequada dos riscos potencialmente mais relevantes no contexto nacional, a seleção de instrumentos deverá incluir instrumentos destinados a prevenir riscos de natureza cíclica associados ao crescimento excessivo do crédito, na sua globalidade e, em particular, em setores específicos, como seja o setor imobiliário. Adicionalmente, dada a relativa concentração do mercado bancário num número reduzido de instituições, importa definir instrumentos destinados a prevenir o incentivo acrescido ao risco por parte de instituições de maior importância sistémica e com maior capacidade de propagação pelo sistema financeiro. Importa também prevenir riscos de natureza estrutural, que poderão estar correlacionados com as características e interligações no sistema financeiro. Estes riscos estão em grande parte associados à inovação financeira, sendo por isso muitas vezes difíceis de antecipar de forma exaustiva. Uma outra fonte de riscos considerada relevante é o risco de liquidez que, não obstante a sua natureza cíclica, justifica a disponibilização de um conjunto específico de instrumentos.

Por outro lado, importa também realçar que a seleção de um número restrito de instrumentos no *toolkit* nacional não impede a utilização de outros instrumentos que as autoridades macroprudenciais nacionais venham a considerar necessários⁴.

Em suma, a definição de um *toolkit* permite à autoridade macroprudencial definir com maior precisão a sua estratégia de política e os instrumentos que considera mais adequados à prevenção dos riscos mais relevantes, conferindo assim maior legitimidade, credibilidade e *accountability* a essa política.

Quadro 1 • Instrumentos previstos no âmbito da política macroprudencial

Tipo de risco	Objetivo intermédio (ESRB)	Instrumento	Base legal
Cíclico	Mitigar e prevenir o crescimento excessivo de crédito e alavancagem	Reserva contracíclica de fundos próprios (<i>Countercyclical capital buffer</i>)	CRD IV
		Rácio de alavancagem	Nacional
		Reserva de conservação de fundos próprios	CRD IV
Setorial		Requisitos setoriais de capital	CRD IV
		Limite ao rácio entre o empréstimo e o valor do ativo dado em colateral (<i>Loan-to-value – LTV</i>)	Nacional
		Limite ao rácio entre o empréstimo e o rendimento e ao rácio entre serviço da dívida e o rendimento (<i>Loan-to-income – LTI / Debt service-to-income – DSTI</i>)	Nacional
Estrutural	Limitar o impacto sistémico de incentivos desalinhados tendo em vista reduzir o risco moral	Reserva de fundos próprios às instituições de importância sistémica global (<i>Global systemically important institutions – G-SII</i>)	CRD IV
		Reserva de fundos próprios a outras instituições de importância sistémica (<i>Other systemically important institutions – O-SII</i>)	CRD IV
	Limitar as concentrações diretas e indiretas de exposições	Restrições a grandes exposições	CRD IV
		Instrumentos fiscais	Nacional
		Reserva de fundos próprios para o risco sistémico (<i>Systemic risk buffer</i>)	CRD IV
		Reforçar a resiliência das infraestruturas	Colaterais e câmaras de compensação (<i>central counterparty – CCP</i>)
Liquidez	Mitigar e prevenir o excessivo desfasamento de prazos e a falta de liquidez do mercado	Rácio de cobertura de liquidez (<i>Liquidity coverage ratio – LCR</i>)	CRR / CRD IV
		Rácio líquido de financiamento estável (<i>Net stable funding ratio – NSFR</i>)	CRR / CRD IV
		Rácio de transformação (rácio entre empréstimos e depósitos)	Nacional

2. Relevância dos vários tipos de riscos sistémicos no sistema financeiro nacional

Existem vários fatores que poderão estar na origem de riscos sistémicos, normalmente definidos 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 atividade económica⁵.

Em termos muito genéricos, os riscos sistémicos podem ter uma origem estrutural ou cíclica. A estrutural resulta da distribuição de riscos e da interligação entre instituições, mercados e infraestruturas no sistema financeiro. Estas características podem materializar-se através de uma correlação elevada de riscos decorrente de exposições comuns das várias instituições, com maior capacidade de se propagarem pelo sistema financeiro através de uma complexa rede de interligações. A cíclica (temporal ou pró-cíclica) manifesta-se através do facto de as vulnerabilidades no sistema financeiro terem tendência a acumular-se durante a fase expansionista do ciclo. O menor risco de crédito e a maior valorização dos ativos dados em colateral em períodos de expansão promovem o crescimento do crédito e o financiamento de bolhas especulativas.

Na medida em que as vulnerabilidades estruturais tendem a ser maiores na fase ascendente do ciclo financeiro, nem sempre é fácil segmentar os riscos com base nestas características. Por outro lado, em termos operacionais, poderá ser útil uma classificação mais detalhada, de forma a relacionar de forma mais direta determinado instrumento com a mitigação de um tipo de risco específico. Por exemplo, os riscos de natureza cíclica podem abranger a totalidade da economia ou concentrar-se em setores específicos. Para além disso, os riscos de natureza cíclica podem também materializar-se em problemas de liquidez, cuja mitigação requer instrumentos específicos, e os riscos estruturais podem ter origem nas diferentes características do sistema financeiro.

No âmbito deste trabalho analisa-se a eficácia e eficiência relativa dos instrumentos destinados a mitigar quatro tipos de riscos, considerados potencialmente relevantes dadas as características e a evolução recente do sistema financeiro nacional: i) cíclicos; ii) setoriais; iii) estruturais e iv) de liquidez. Importa ter em atenção que a relevância dos riscos aqui considerados não tem necessariamente em conta a sua maior probabilidade de ocorrência no curto prazo. O carácter preventivo da política macroprudencial implica a ativação dos instrumentos antes da acumulação de vulnerabilidades no setor financeiro, o que normalmente coincide com a fase de expansão do ciclo de crédito, levantando desafios adicionais à sua implementação. Assim, na definição de uma estratégia para a política macroprudencial importa ter em atenção os riscos que possam ocorrer nas várias fases do ciclo económico e definir antecipadamente um enquadramento para a sua mitigação.

2.1. Riscos associados à prociclicidade do crédito

A maioria das crises financeiras surge na sequência de um crescimento excessivo do crédito. Com efeito, na fase expansionista do ciclo do crédito, os riscos são frequentemente subavaliados e consequentemente tomados em excesso. A transmissão dos efeitos destas crises à atividade económica manifesta-se normalmente em desequilíbrios macroeconómicos graves, tais como o défice da balança corrente elevado e o endividamento excessivo. Estes efeitos são particularmente graves quando o crescimento do crédito é acompanhado por políticas orçamentais expansionistas, na medida em que o endividamento excessivo em ambos os setores, público e privado, torna mais difícil o subsequente processo de ajustamento, conforme evidenciado na recente crise da dívida soberana na área do euro.

Desde o início da década de 90, verificou-se em Portugal um crescimento elevado do crédito. A maior integração financeira e a redução das taxas de juro, na sequência do processo de convergência nominal da economia portuguesa no período que antecedeu a adoção do euro, reduziram significativamente as restrições e o custo no acesso ao crédito. O enquadramento regulamentar e as políticas expansionistas dos anos que antecederam a crise, facilitando a alavancagem do crédito, permitiram a continuação desta tendência.

Este aumento do crédito foi acompanhado pela acumulação de desequilíbrios macroeconómicos (v.g. Gráfico 1) e por um aumento considerável dos níveis de endividamento dos vários setores institucionais da economia portuguesa. A alavancagem do setor bancário e os elevados níveis de endividamento das famílias e das empresas não financeiras contribuem para aumentar o risco de crédito (v.g. Gráficos 2 e 3), que se materializa na fase descendente do ciclo económico. Para além disso, uma possível descida do valor dos ativos dados em colateral, na sequência do processo de desalavancagem do setor financeiro e decorrente da fase descendente do ciclo, poderá contribuir para o aumento das perdas resultantes do incumprimento do crédito.

Esta evidência de que o período de expansão do ciclo do crédito é acompanhado de um aumento de riscos, deixando o setor financeiro mais vulnerável a perdas que se materializam na fase descendente, reforça a necessidade de um instrumento que, atuando preventivamente e de forma contra-cíclica, permita contrariar os efeitos de amplificação dos ciclos económicos, atenuando a fase de expansão do crédito e reforçando a resiliência das instituições para uma melhor absorção de perdas na fase recessiva.

Gráfico 1 •
Crédito a particulares e a sociedades não financeiras e saldo da balança corrente

Fonte:
Banco de Portugal.

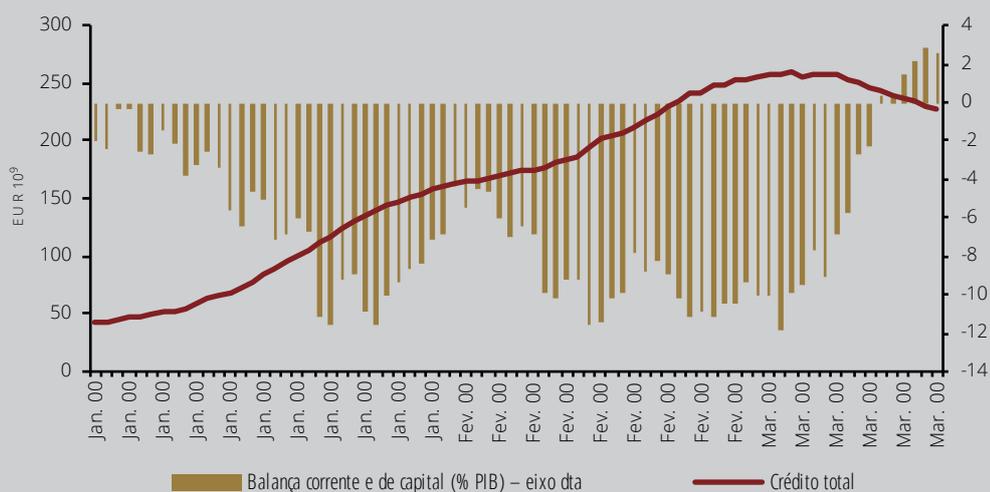
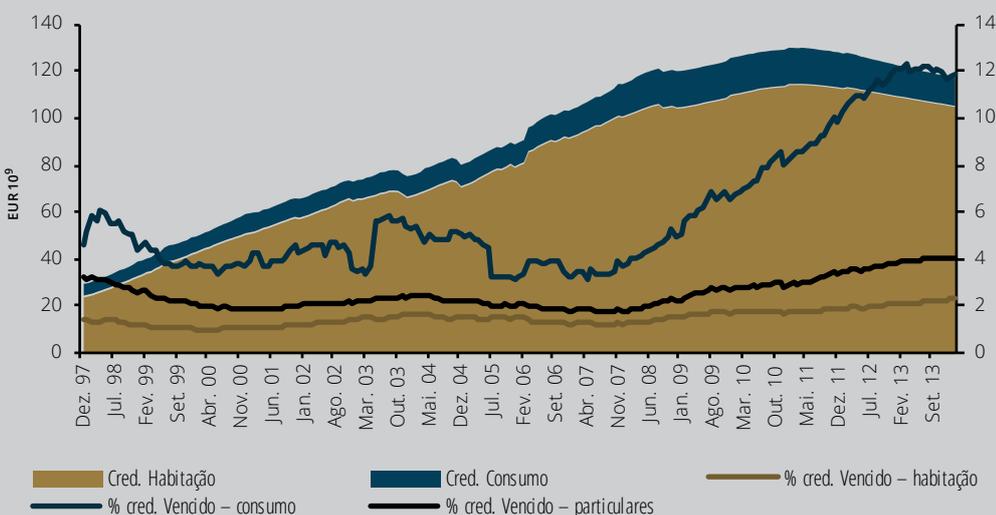


Gráfico 2 •
Crédito a particulares e percentagem de crédito vencido (habitação e consumo)

Fonte:
Banco de Portugal.



2.2. Riscos setoriais

Vulnerabilidades decorrentes de um aumento excessivo do crédito hipotecário e da emergência de bolhas especulativas no mercado imobiliário têm estado na origem de um número significativo de crises financeiras. A importância do setor imobiliário para a riqueza dos agentes económicos e o facto de bolhas especulativas neste mercado serem normalmente financiadas com recurso a crédito bancário, torna-o uma importante fonte de riscos para o sistema financeiro e para a economia em geral.

Em Portugal, uma parte significativa do crédito bancário aos particulares diz respeito ao crédito imobiliário (cerca de 80 por cento). Embora em Portugal a subida de preços no imobiliário tenha registado valores inferiores aos de outros países, onde foram observadas bolhas especulativas, esse facto poderá ter ficado a dever-se a um acréscimo da construção e a um aumento da oferta de habitação (v.g. Gráficos 4 e 5). Assim, é possível que o ajustamento das condições de mercado, num contexto de oferta excedentária e de maiores limitações no acesso ao crédito, seja acompanhado por uma descida no nível dos preços no mercado imobiliário.

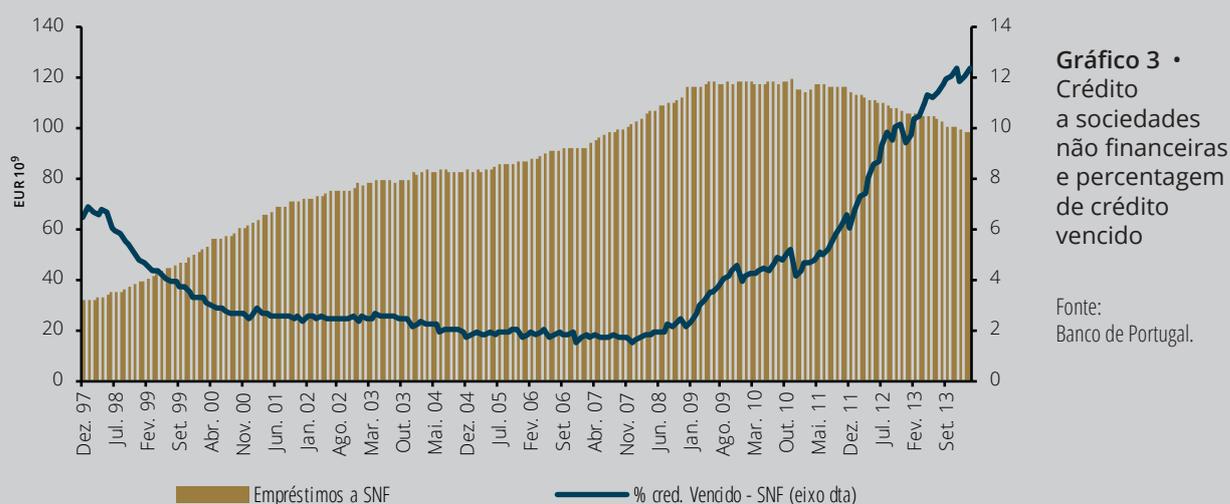


Gráfico 4 • Índices de preços reais do mercado imobiliário (base 1997)

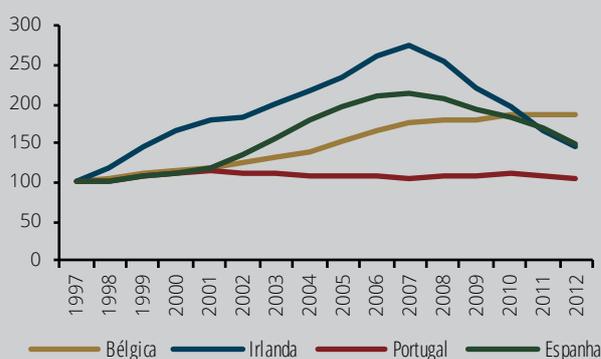


Gráfico 5 • Índice do valor acrescentado na construção (base 1995)



Embora as taxas de incumprimento no crédito concedido às famílias para habitação continuem em níveis relativamente baixos, estas têm vindo a aumentar ao longo dos últimos anos, tendência que se poderá vir a agravar com uma eventual subida das taxas de juro. A materialização de uma descida nos preços do mercado imobiliário, e consequentemente do valor do colateral associado ao crédito, pode contribuir para agravar as perdas em caso de incumprimento. A este respeito, importa referir que o crédito às empresas é também frequentemente garantido através de imobiliário comercial, pelo que a promoção da estabilidade financeira implica igualmente necessidade de acompanhar a evolução deste segmento de mercado.

De referir que apesar do setor imobiliário merecer especial destaque, outros setores deverão ser igualmente monitorizados.

2.3. Riscos estruturais

As interligações e distribuição de exposições dentro do sistema financeiro podem dar origem a riscos sistémicos com consequências particularmente negativas para a atividade económica. Os riscos de natureza estrutural estão muitas vezes relacionados com a maior inovação financeira, sendo assim bastante mais difíceis de prever. Por exemplo, a tendência para a titularização dos créditos, sem distinção entre a qualidade dos diversos ativos, e a consequente dispersão do risco pelo sistema financeiro foi um fator decisivo para a maior alavancagem no período que antecedeu a crise financeira.

Acresce que um elevado nível de concentração no sistema financeiro e, em particular, a existência de instituições que, devido à sua dimensão ou interconetividade, possam ser consideradas de importância sistémica, podem constituir uma fonte de riscos adicional. As garantias implícitas de que estas instituições beneficiam – decorrentes do seu estatuto de *too big-to-fail* – podem constituir um incentivo para a tomada de riscos em excesso, com maior capacidade de propagação devido ao carácter sistémico da instituição.

Em Portugal, o sistema financeiro é relativamente concentrado num número reduzido de bancos. Para além disso, essas instituições têm exposições comuns a um nível restrito de contrapartes, incluindo o Estado. Por outro lado, verificou-se um conjunto de alterações no enquadramento económico e financeiro da economia (e.g. crise financeira, Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e reformas regulamentares) que, sendo suscetíveis de originar modificações na estrutura do sistema financeiro, podem contribuir para dificultar a deteção de eventuais riscos.

Estes factos sugerem a necessidade de monitorizar de perto a evolução de alterações estruturais no sistema financeiro nacional e de desenvolver instrumentos de política para mitigar eventuais riscos daí decorrentes.

2.4. Riscos de liquidez

Os riscos sistémicos também podem decorrer da existência de desfasamentos entre a maturidade dos ativos e passivos das instituições financeiras. A título de exemplo, o financiamento de ativos com reduzida liquidez através de passivos de curto prazo aumenta a vulnerabilidade das instituições as corridas aos bancos e potencia o impacto de fenómenos como o *sudden stop* que ocorreu no pico da recente crise financeira relativamente aos países sob pressão da área do euro. A pressão de satisfazer responsabilidades de curto prazo, pode levar à venda massiva de ativos (*fire sales*) e a uma consequente quebra do preço desses ativos, também com impacto nos balanços de outras instituições financeiras com ativos semelhantes. Para além disso, a incerteza relativamente à qualidade e grau de liquidez dos ativos dos bancos pode levar a perturbações no funcionamento do mercado interbancário, prejudicando a eficácia da política monetária e a situação de liquidez da economia em geral.

Conforme demonstrado pela crise da dívida soberana e pela conseqüente fragmentação do mercado financeiro na UE, os países com maiores desequilíbrios macroeconómicos são alvo de maiores pressões financeiras. Refira-se, neste contexto que o Banco de Portugal, no âmbito do PAEF, transmitiu orientações aos bancos com o objetivo de promover o ajustamento da respetiva posição estrutural de liquidez, avaliada através do rácio entre o crédito e depósitos. Para além disso, a posição de liquidez dos bancos portugueses tem também beneficiado da atuação do BCE ao nível das medidas convencionais e não convencionais da política monetária.

A eventual limitação pelo BCE das medidas não convencionais de política monetária e a necessidade de acesso aos mercados com o fim do PAEF são fatores que podem contribuir para o aumento do risco de liquidez no sistema financeiro português.

3. Instrumentos adequados para a mitigação dos riscos

Esta secção descreve instrumentos que poderão vir a ser considerados para mitigar os riscos acima descritos. De referir que esta seleção se baseia nos instrumentos que têm vindo a ser debatidos mais frequentemente a nível internacional, o que não afasta a possibilidade de outros poderem vir a ser considerados no futuro.

3.1. Mitigação de riscos associados à prociclicidade do crédito

De acordo com a recomendação do ESRB, a **reserva contracíclica de fundos próprios** tem como principal objetivo mitigar o risco decorrente do endividamento e nível de alavancagem excessivos. Este instrumento consiste numa reserva de fundos próprios principais de nível um (a adicionar ao rácio entre os fundos próprios de nível um e os ativos ponderados pelo risco), que deverá ser constituída durante a fase ascendente do ciclo com o objetivo de aumentar a resiliência do sistema bancário a vulnerabilidades associadas ao crescimento excessivo do crédito. Esta reserva de capital deverá ser libertada na fase descendente do ciclo financeiro, de forma a permitir a absorção de perdas sem comprometer o financiamento da economia, contribuindo assim para reduzir a prociclicidade dos requisitos de capital.

Este instrumento tem como objetivo aumentar a resiliência do sistema bancário e mitigar o crescimento excessivo do crédito. No entanto, o seu impacto está dependente das opções que os bancos tomarem para satisfazer este requisito regulamentar. Em particular, para fazer face a este requisito adicional de capital, os bancos terão de aumentar o seu nível de capital (através de emissões de capital adicional, retenção de lucros ou de dividendos), ou reduzir os seus ativos ponderados pelo risco (através da redução de ativos ou aumentando a proporção de ativos com menor ponderação de risco). Qualquer destas opções permite aumentar a resiliência das instituições para absorver perdas futuras, mas tem um impacto diferenciado sobre as condições de oferta de crédito. O ajustamento dos rácios de capitais impõe custos para os bancos que, ao serem refletidos nas condições do crédito, têm impacto sobre a taxa de juro e o crescimento do crédito. No caso do ajustamento se materializar através da redução dos ativos, existe um efeito direto sobre a oferta do crédito.

Existem diversos fatores que podem contribuir para reduzir a eficácia deste instrumento, principalmente no que respeita ao seu impacto sobre o crescimento do crédito. Em primeiro lugar, caso os bancos resolvam libertar eventuais reservas excedentárias de capital que detenham, o impacto do instrumento será nulo. Este facto não limita a resiliência das instituições, na medida em que os bancos já detêm níveis de capitais adequados, mas torna o instrumento ineficaz para a mitigação do

crédito excessivo. Alternativamente, se a redução do ponderador médio do risco dos ativos se concretizar através de um aumento do crédito em setores com ponderadores de risco baixo, a eficácia do instrumento sobre o crédito total poderá ser limitada. Tal poderá não comprometer a resiliência das instituições se os ponderadores continuarem a refletir adequadamente o grau de risco. Uma forma de obviar esta limitação consiste em complementar este instrumento com a imposição de um rácio de alavancagem já que, na medida em que não considera os ativos ponderados pelo risco, elimina os incentivos em reajustar a carteira de ativos em função dos ponderadores de risco.

A possibilidade de arbitragem regulamentar, através da transferência de operações para instituições não incluídas no perímetro regulamentar (filiais de bancos estrangeiros ou setor não bancário), é outro fator que poderá reduzir a eficácia do instrumento em mitigar o crescimento do crédito. Esta possibilidade é, contudo, limitada pelo facto de este instrumento estar sujeito à obrigatoriedade de reciprocidade⁶ por parte de filiais de bancos estrangeiros, para valores da reserva contracíclica até 2,5 por cento.

Para além disso, a eficácia da desativação do instrumento poderá estar sujeita a uma maior incerteza, na medida em que os bancos poderão facilmente optar por manter capitais excedentários, não contribuindo para atenuar o decréscimo de financiamento à economia. Por outro lado, importa também assegurar que a libertação de capital por parte dos bancos não se materializa através da distribuição de lucros ou dividendos pelos sócios, mas que contribui para aumentar a capacidade de financiamento da economia.

Em termos operacionais, a eficácia do instrumento requer uma avaliação adequada da fase do ciclo de crédito em tempo real e uma avaliação o mais precisa possível do caráter excessivo do crédito concedido, acima do que os “fundamentais” fariam prever (na fase de expansão). Este facto implica a definição de indicadores apropriados para essa avaliação e, conseqüentemente, para a ativação do instrumento.

A este respeito, refira-se que a reserva contracíclica de fundos próprios tem a vantagem de ser provavelmente o instrumento macroprudencial mais estudado. Diversas análises efetuadas permitiram identificar o gap entre o rácio do crédito e do PIB e a respetiva tendência de longo prazo como o indicador globalmente mais adequado para a sinalização de crises financeiras, bem como um conjunto de outros indicadores relevantes para a ativação do instrumento⁷.

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação do instrumento*

Gap entre o rácio crédito / PIB e a respetiva tendência de longo prazo

Outras variáveis relevantes para a ativação / desativação da reserva:

Medidas alternativas de crédito

Rácios de serviço da dívida

Variáveis macroeconómicas

Variáveis relacionadas com os preços no mercado de habitação

Indicadores de mercado

* Ver ESRB (2014).

A transparência e uma comunicação adequada aquando da utilização deste instrumento são também aspetos importantes para garantir a sua eficiência. A credibilidade da comunicação é particularmente importante i) na fase descendente do ciclo financeiro, de forma a tornar perceptível que a libertação de capital, aquando da materialização das vulnerabilidades, cumpre o objetivo sem pôr em causa a solvabilidade dos bancos, ii) na fase ascendente do ciclo, de forma a tornar claros os motivos que levam à introdução de uma medida que, no curto prazo, terá um impacto negativo sobre o crédito concedido à economia, e, portanto, um efeito potencialmente negativo sobre a atividade económica.

Comparativamente aos restantes instrumentos com o objetivo de mitigar riscos associados ao crescimento excessivo de crédito e à alavancagem (**rácio de alavancagem** e **reserva de**

conservação de fundos próprios) a reserva contracíclica de fundos próprios tem a vantagem de a sua ativação e calibração terem sido explicitamente definidas em função do ciclo de crédito, o que a torna particularmente apropriada para a mitigação de riscos de natureza cíclica. Comparativamente ao rácio de alavancagem, a reserva contracíclica tem ainda a vantagem de impor requisitos de capital em função dos ativos ponderados pelo risco o que, admitindo que os ponderadores refletem adequadamente os níveis de risco, poderá melhor contribuir para a resiliência do setor. Conforme acima referido, em algumas circunstâncias, justifica-se a utilização dos dois instrumentos de forma complementar.

3.2. Mitigação de riscos setoriais

Embora a reserva contracíclica de fundos próprios possa ser considerado um instrumento eficaz e eficiente para mitigar riscos de natureza cíclica, trata-se de um instrumento demasiado abrangente e pouco vocacionado para situações em que os fatores de risco se concentram em determinado setor da economia. Nesses casos, poderá ser mais eficiente utilizar instrumentos que atuem especificamente sobre os riscos setoriais, sem impor custos para a generalidade da economia – como é o caso dos requisitos setoriais de capital ou dos instrumentos visando restringir as condições de acesso ao crédito, como os limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o valor do ativo dado em colateral (*loan-to-value* – LTV) ou os limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o rendimento do mutuário (*loan-to-income* – LTI).

Os requisitos setoriais de capital traduzem-se em requisitos de capital adicional aplicáveis a exposições face a determinado setor (frequentemente ao imobiliário). Estes requisitos podem ser impostos de forma direta (através de um requisito de capital adicional aplicável a empréstimos garantidos por hipotecas, por exemplo) ou indiretamente, através de alterações nos parâmetros que determinam os requisitos de capitais: uma ponderação de risco (*risk weights* – RW) mais elevada para o crédito imobiliário ou; um limite mínimo mais elevados às perdas em caso de incumprimento (*loss given default* – LGD), variável utilizada nos cálculos dos ponderadores de risco por alguns bancos (em regime IRB⁸).

Estes instrumentos têm como objetivo contribuir para aumentar a resiliência do setor bancário e para mitigar o crescimento excessivo do crédito no setor imobiliário, em particular. O seu mecanismo de transmissão é, em muitos aspetos, semelhante ao impacto da reserva contracíclica de fundos próprios. Para fazer face aos requisitos de capital mais exigentes, os bancos podem aumentar o capital ou reduzir as exposições ao setor. Ambos os casos contribuem para reforçar a capacidade do sistema financeiro para absorver perdas, podendo igualmente contribuir para a mitigação do crescimento do crédito e, conseqüentemente, dos preços do imobiliário.

Tal como no caso da reserva contracíclica de fundos próprios, o impacto deste instrumento sobre o crescimento do crédito estará condicionado ao facto de os bancos não optarem por libertar capitais excedentários. Para além disso, poderá ser difícil calibrar o instrumento de modo a que o aumento do custo do crédito, decorrente da imposição dos requisitos adicionais de capital, seja suficiente para dissuadir o investimento num setor em expansão – neste aspeto o instrumento é geralmente considerado menos eficaz quando o crescimento do crédito se encontra numa fase avançada de expansão. Adicionalmente, caso os requisitos de capital sejam impostos como um limite mínimo às variáveis utilizadas nos ponderadores de risco (RW ou LGD), existe a possibilidade de os bancos compensarem os custos decorrentes da imposição desses requisitos através de exposições de maior risco. Estas limitações poderão ser minimizadas se os requisitos de capitais forem acompanhados de um instrumento que condicione o acesso ao crédito imobiliário, tais como os LTV ou LTI.

Um **limite máximo ao LTV** pode contribuir para a resiliência do setor bancário, na medida em que reduz o valor das perdas em caso de incumprimento (LGD). A imposição de limites ao LTV tem um impacto direto sobre o acesso ao crédito, podendo igualmente contribuir para conter a subida de preços dos ativos.

Este instrumento tem menor possibilidade de ser contornado pela arbitragem regulatória, na medida em que pode ser aplicado relativamente à totalidade do crédito (incluindo ao crédito concedido por bancos estrangeiros) se imposto enquanto medida de proteção do cliente bancário. Trata-se igualmente de um instrumento fácil de explicar e comunicar publicamente.

Os limites ao LTV deverão ser aplicados de forma contracíclica, uma vez que, se aplicados enquanto limite fixo, têm implicações pro-cíclicas – são menos restritivos na fase de expansão dada a valorização do colateral.

Em termos operacionais, os limites sobre o LTV aplicam-se normalmente apenas em relação a novos créditos – a aplicação à totalidade da carteira de crédito obrigaria a uma atualização constante do valor do colateral e a reforços periódicos do valor do colateral por parte dos mutuários.

A eficiência destes instrumentos está em grande parte dependente da definição e medição das variáveis subjacentes ao seu cálculo. Uma correta avaliação do valor do colateral e estimativa quanto à sua evolução são determinantes para limitar futuras perdas em caso de incumprimento do crédito. Em particular, o numerador do rácio LTV deve ser definido de forma abrangente (considerando a totalidade do crédito garantido através da hipoteca) para evitar a possibilidade de o instrumento ser contornado através de uma segunda hipoteca ou da subdivisão do empréstimo.

O LTV podem ser combinados com outros instrumentos (e.g. diferenciação dos RW em função dos LTV) para uma maior eficácia.

O LTV têm várias vantagens comparativamente a outros instrumentos que incidem igualmente sobre as condições de concessão de crédito – por exemplo **limites ao *loan-to-income* (LTI) ou ao *debt service-to-income* (DSTI)**. Em particular, a avaliação do denominador é mais fácil, no caso do LTV, e a sua evolução ao longo do tempo está sujeita a um menor grau de dispersão. Para além disso, a aplicação de restrições em função do rendimento do mutuário, ao excluir o acesso de algumas pessoas ao mercado imobiliário, em função do rendimento, poderá ser politicamente mais sensível. Estes últimos instrumentos têm, no entanto, a vantagem de contribuir para a redução da probabilidade do incumprimento do crédito (geralmente muito dependente do rendimento do mutuário) e de poderem incidir sobre o crédito sem colateral.

Relativamente ao LTV importa ainda referir que já foi utilizado em diversos países, permitindo assim análises empíricas quanto ao seu impacto e eficácia.

Tal como relativamente à reserva contracíclica de fundos próprios, a eficiência dos instrumentos setoriais (requisitos setoriais de capitais ou LTV) requer a definição de indicadores que sinalizem o aumento de vulnerabilidades no setor em causa. A análise efetuada ao nível do ESRB permitiu já selecionar alguns indicadores que poderão ser utilizados pelas autoridades nacionais na execução da política macroprudencial.

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação de instrumento direcionados ao setor imobiliário*:

Crédito total (em percentagem do PIB)

Valor acrescentado na construção (em percentagem do PIB)

Crédito às famílias (em percentagem do PIB ou desfasamento face à tendência)

Rácio do endividamento das famílias sobre o rendimento

Preço nominal do imobiliário (taxa de crescimento, ou desfasamento face à tendência)

Rácio do preço do imobiliário sobre o rendimento (taxa de crescimento)

Rácio do preço do imobiliário sobre o preço do arrendamento (taxa de crescimento)

Investimento imobiliário (em percentagem do PIB)

Crédito a empresas não financeiras (taxa de crescimento, em percentagem do PIB, ou desfasamento face à tendência)

Preços do imobiliário comercial (taxa de crescimento, ou desfasamento face à tendência)

*Ver ESRB (2014).

3.3. Mitigação de riscos de natureza estrutural

Um instrumento destinado a mitigar o maior risco associado a instituições de **importância sistémica** consiste na **reserva de fundos próprios aplicada às instituições de importância sistémica global e outras instituições de importância sistémica (G-SII e O-SII)**. Esta reserva é constituída por fundos próprios principais de nível 1. A CRD IV / CRR identifica dois tipos de instituições de importância sistémica: global (G-SII), de importância a nível da UE, e outras (O-SII), que poderão ter importância sistémica a nível nacional. Em Portugal não existe nenhum banco identificado como G-SII pelo que apenas se poderão aplicar os instrumentos relativos às O-SII. A reserva de O-SII (identificada em base individual, subconsolidada ou consoante o nível sistémico considerado) pode ascender a dois por cento do montante total das posições em risco.

Este instrumento tem como objetivo restringir os incentivos desadequados e o risco moral associado a instituições de maior importância sistémica. Com efeito, as garantias implícitas de que estas instituições usufruem por apresentarem características que as tornam *too big to fail* poderão constituir um incentivo para a tomada de riscos em excesso, com um potencial impacto para os contribuintes, em caso de insolvência.

A principal vantagem destas reservas de fundos próprios aplicadas às instituições de importância sistémica prende-se com o aumento da robustez destas instituições e, por conseguinte, do sistema como um todo, dada a sua importância. Adicionalmente, contribui para mitigar o risco de contágio, uma vez que as reservas de O-SII aumentam a capacidade de os grupos bancários absorverem perdas imediatas não afetando, assim, o restante sistema financeiro.

Tal como relativamente aos restantes instrumentos que consistem em requisitos de capitais, existe a possibilidade de arbitragem regulamentar através da transferência de operações para entidades não incluídas no perímetro de supervisão.

De acordo com a CRDIV, a importância sistémica deve ser avaliada com base pelo menos num dos seguintes critérios: dimensão; importância para a economia da União Europeia ou do Estado-Membro em causa; importância das atividades transfronteiriças; e interconetividade da instituição ou do grupo com o sistema financeiro.

A **reserva de capital para risco sistémico (Systemic Risk Buffer – SRB)** é outro instrumento que pode ser utilizado para mitigar riscos de natureza estrutural, resultantes, por exemplo, de exposições comuns ou da interligação no sistema financeiro. Este instrumento consiste na imposição de requisitos adicionais de fundos próprios principais de nível um aplicáveis à totalidade ou a um ou mais subsetores do sistema financeiro que possam constituir uma fonte de risco sistémico de longo prazo e de natureza não cíclica. Este instrumento tem como objetivo aumentar a resiliência do setor bancário e das infraestruturas financeiras.

Dependendo das razões para a ativação e determinação do nível do SRB, bem como o conjunto de instituições a que este se aplica, este instrumento pode ainda ajudar a limitar a concentração de exposições diretas e indiretas, tal como restringir o impacto sistémico de incentivos desadequados com vista a reduzir o risco moral.

O mecanismo de transmissão deste instrumento, assim como os seus efeitos indiretos, são semelhantes aos dos restantes requisitos de capital. Em particular, o impacto do instrumento poderá ficar limitado ao setor regulado nacional (embora a reciprocidade seja permitida, ela não é obrigatória).

Este instrumento tem a vantagem relativa de poder ser direcionado para um tipo de risco específico, ainda que não possa ser aplicado a carteiras específicas. Para além disso, é um instrumento com a flexibilidade de poder ser aplicável à totalidade ou a um subgrupo de instituições financeiras e de não ter um nível ou limites máximos, ainda que as obrigações de notificação e

autorização de entidade europeias difiram consoante o nível imposto. Por fim, pode ser aplicado a um tipo específico de exposições geográficas (em concreto, a reserva de capital para risco sistémico pode ser aplicada a exposições localizadas no Estado-membro que define o nível da reserva, a exposições localizadas em países terceiros e noutros Estados-membros).

À semelhança dos casos anteriores, também aqui o ESRB avançou com alguns indicadores que serão mais relevantes para ativação deste tipo de instrumento:

Potenciais indicadores mais relevantes para ativação do instrumento*

Indicadores relevantes para determinar a probabilidade e dimensão dos choques para o sistema financeiro (de natureza não cíclica):

Endividamento do setor não financeiro;
Sobrevalorização no preço dos ativos;
Outros desequilíbrios macroeconómicos;
Dimensão do setor não regulado e peso dos bancos detidos por não residentes ou de filiais de bancos não residentes.

Indicadores sobre os canais de amplificação desses choques (e.g. exposições comuns, interligações, concentração setorial):

Exposições comuns:

Setoriais: crédito imobiliário / ativo total; títulos de dívida pública (doméstica e estrangeira) / ativo total; *asset backed securities* / ativo total, índice herfindahl;

Geográficas: ativos transfronteiriços / ativo total; peso dos empréstimos em moeda estrangeira; exposições ao país mais significativo / ativo total; índice herfindahl;

Cambiais: peso dos empréstimos em moeda estrangeira; peso da moeda de maior importância no total dos ativos; peso dos empréstimos das famílias em moeda estrangeira; índice herfindahl;

Atividade: (*proprietary*) *trading book* / ativo total.

Interligações:

Balanço: ativos intra-setor financeiro / ativo total; ativos intra-setor financeiro (por tipo de ativo) / ativo total;

Efeitos de rede: distância geodesica média;

Falência: probabilidade de falências simultâneas, número de falências em caso de contágio; perdas totais do setor / capital da totalidade dos bancos;

Concentração: índice herfindahl; índice herfindahl do *turnover* de bancos em mercados particulares; quota de mercado das SII relativamente ao balanço do setor bancário ou ao total de empréstimos;

Indicadores sobre a importância do setor financeiro para a economia (e.g. dimensão do setor): total dos ativos domésticos / PIB; total dos ativos / PIB; total dos depósitos / PIB; resolvability;

Indicadores sobre a importância sistémica de algumas instituições (ver indicadores relativos a G-SSI e O-SSI).

*Ver ESRB (2014).

3.4. Mitigação do risco de liquidez

A regulação de Basileia III prevê dois instrumentos para mitigar os riscos decorrentes de um excessivo desfasamento de prazos e da falta de liquidez nos mercados: o **rácio de cobertura de liquidez** (*liquidity coverage ratio* – LCR) e o **rácio de financiamento líquido estável** (*net stable funding ratio* – NSFR).

Com o LCR pretende-se assegurar que as instituições mantêm reservas prudenciais de liquidez adequadas para fazer face a eventuais desequilíbrios entre as entradas e as saídas de liquidez em condições de esforço agravadas durante um período de trinta dias. O NSFR assegura que os ativos ilíquidos das instituições sejam financiados através de fontes estáveis tanto em condições normais como de esforço.

De acordo com a regulamentação europeia (CRDIV / CRR), estes requisitos mínimos de liquidez deverão ser aplicados a partir de 2016, no caso do NSFR, e a 100 por cento a partir de 2018 no caso do LCR (relativamente a este último, existe um período transitório, que se inicia em janeiro

de 2015, em que as instituições deverão observar 60 por cento do requisito de cobertura de liquidez, sendo este limite acrescido de dez pontos percentuais ao ano até 2018, quando o rácio deverá ser observado a 100 por cento).

Estes requisitos podem contribuir para mitigar desfasamentos de prazos e o risco de liquidez. Para observar esses requisitos, os bancos terão de aumentar a maturidade do seu financiamento ou alterar a estrutura dos seus ativos, de forma a deter uma maior proporção de ativos líquidos. Dado que estas alterações nos balanços implicam custos para os bancos, a repercussão dos mesmos nas condições de crédito também pode contribuir para limitar o crescimento excessivo do crédito.

De referir que estes requisitos, enquanto mínimos regulamentares, são considerados instrumentos microprudenciais. Com efeito, a utilização desses rácios enquanto instrumento de política macroprudencial também deveria contemplar a possibilidade de os impor de forma contracíclica: ou seja, impor requisitos mais exigentes do que o mínimo regulamentar em períodos de excessiva liquidez (caraterizados normalmente pela valorização dos ativos dados em colateral, por *spreads* de taxas de juro reduzidos e quando os riscos de liquidez são normalmente subestimados) e libertar essas reservas de liquidez em períodos de maior de turbulência nos mercados.

No entanto, dado que estes requisitos mínimos podem contribuir para reduzir o risco de liquidez – um objetivo macroprudencial – e o seu impacto ainda não foi testado, poderá ser prematuro considerar o ajustamento macroprudencial dos rácios de liquidez numa fase inicial.

4. Conclusões

Conforme se verifica pelas condições relativas à ativação dos instrumentos acima descritos, a política macroprudencial tem uma natureza eminentemente preventiva. Na generalidade, os instrumentos destinam-se a aumentar a capacidade das instituições para absorver perdas em situações de crise, o que implica a sua ativação nos períodos de expansão do ciclo do crédito, antes da materialização dos riscos. Assim, importa que a estratégia para a política macroprudencial seja definida atempadamente. Este facto poderá contribuir para conferir legitimidade e credibilidade à política, facilitando a sua execução.

A definição de uma estratégia para a política macroprudencial implica a seleção e operacionalização dos instrumentos: a definição de indicadores para a ativação / desativação e a calibração dos instrumentos em função da intensidade dos riscos que se pretende mitigar. Dada a experiência limitada com a utilização destes instrumentos para fins macroprudenciais, as análises efetuadas para a operacionalização dos instrumentos têm ainda um carácter preliminar. Este facto não tem, contudo, inibido alguns países de definir desde já um conjunto mais restrito de instrumentos, considerados mais adequados para aplicação ao nível nacional (um *toolkit* macroprudencial). Com efeito, na medida em que esta decisão promove a recolha, compilação e monitorização de informação relevante, ela contribui para melhorar a qualidade da análise. Importa ter presente que esta seleção deverá ser objeto de atualizações e revisão, à medida que se adquire uma maior experiência com a implementação da política.

A eficácia e eficiência dos instrumentos macroprudenciais podem ser limitadas pela ocorrência de efeitos não planeados que condicionam a obtenção dos objetivos. Este facto implica a necessidade de monitorizar o mecanismo de transmissão dos instrumentos, a fim de evitar que o seu impacto seja limitado pela arbitragem regulatória ou pela eventual transferência de riscos dentro do sistema financeiro.

Uma comunicação adequada é essencial para garantir a transparência e credibilidade da política macroprudencial. A monitorização e publicação regular dos indicadores relevantes para a ativação dos instrumentos poderá contribuir para reduzir a incerteza relativa ao enquadramento regulamentar.

Referências bibliográficas

- Bonfim, Diana, Monteiro, Nuno. 2013. *A implementação do buffer de capital contracíclico: regras versus discricionariedade*. Relatório de Estabilidade Financeira, Novembro, 2013.
- ESRB. 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.
- ESRB. 2014. *The ESRB handbook on operationalising macro-prudential policy in the banking sector*.

Notas

1. Na União europeia, estas disposições foram consubstanciadas na Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 (CRDIV) e no Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento (CRR).
2. http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf?0c06f147ee0a53d177b98f2245486698.
3. A adoção destas medidas está, no entanto, sujeita à notificação prévia da autoridade nacional, que se pode opor às propostas do BCE devendo, contudo, explicar as razões da sua discordância.
4. A transposição da Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 (CRDIV) para a legislação nacional disponibiliza o conjunto de instrumentos aí previstos, estando os restantes já disponíveis na legislação nacional.
5. FSB-IMF-BIS (2011) e Committee on the Global Financial System (2010 e 2012).
6. A reciprocidade significa que as filiais de bancos estrangeiros a operar no país em questão são submetidos aos mesmos requisitos regulamentares que os bancos nacionais.
7. Ver Bonfim e Monteiro (2013) para uma análise sobre o desempenho do rácio entre o crédito e o PIB enquanto indicador para sinalizar crises bancárias.
8. *Internal ratings based* (IRB): regime em que os bancos calculam os requisitos de capital com base em modelos de notação interna.