

Estabilização financeira: as medidas e sua aplicação

Decorridos já mais de dois anos desde o deflagrar da crise financeira, começa a ser possível proceder ao balanço da sua intensidade e expressividade, bem como da forma como os diferentes actores em jogo – supervisores, instituições financeiras, e agentes económicos em geral reagiram perante um contexto adverso.

É pacífico que a crise foi, na sua intensidade e profundidade, a mais violenta desde o final da 2.ª Guerra Mundial, manifestando-se e induzindo perdas consideráveis mesmo às instituições financeiras consideradas bem capitalizadas e com sistemas muito aperfeiçoados de gestão do risco. Esta particular característica obrigou as entidades de supervisão a lançar programas de estabilização financeira muito complexos, com incidências várias, de forma a evitar que o pânico, vivido conjuntamente na maior parte das economias avançadas durante os piores momentos da crise, alastrasse e pudesse vir a tornar-se estrutural.

Nas próximas linhas iremos descrever as políticas de estabilização financeira e a forma como foram implementadas nas principais economias, deixando para um artigo subsequente a avaliação dos seus impactos, tanto quanto é possível aferir no momento actual.

As políticas de estabilização financeira

Desde o início da crise financeira¹, os principais bancos centrais tomaram um conjunto de medidas tendo como objectivo primordial a estabilidade do sistema financeiro, num contexto de profundas disfunções em alguns segmentos do mercado. A normalização do funcionamento nos mercados financeiros passava pela condução eficiente das suas políticas monetárias, num contexto de alteração das condições de transmissão e de aferição da situação dos mercados devido à elevada volatilidade observada, e pela contenção da espiral de contágio entre a situação financeira e os efeitos sobre a economia real. Neste sentido, a articulação entre as políticas de estabilização financeira, a cargo dos bancos centrais, e as políticas

de estímulo macroeconómico dos governos demonstra ser de grande importância. As políticas de estabilização financeira foram sendo desenhadas com o desenvolvimento dos mercados financeiros e tendo em conta duas dimensões de análise: a macro e a microprudencial (Borio, 2003). As políticas de estabilização macroprudenciais têm como objectivo primário a limitação sistémica dos desequilíbrios no mercado financeiro, evitando custos ao nível do produto interno e outras medidas de análise macroeconómica. Este tipo de estabilização admite um modelo endógeno de risco, isto é, o risco financeiro a que o sistema é sujeito desenvolve-se no seu interior. A perspectiva microprudencial implica uma intervenção das autoridades ao nível individual das instituições, admitindo um modelo de risco exógeno e por isso salientando essencialmente o risco idiossincrático das instituições. Ambas as perspectivas são essenciais no trabalho dos bancos centrais, e de outras autoridades de supervisão², no sentido de garantir a estabilidade do sistema financeiro. Efectivamente, com o desenvolvimento e complexificação dos instrumentos financeiros, tornou-se mais fácil a transferência de risco entre instituições e mercados financeiros, obrigando a uma perspectiva integrada e global para a detecção dos focos de instabilidade e para a sua contenção de forma a garantir a estabilidade financeira. Por outro lado, a análise das políticas de estabilização tem em conta dois momentos de intervenção das autoridades: a estabiliza-

ção *ex-ante* e a estabilização *ex-post*. Assim, o conjunto de medidas convencionais de intervenção dos bancos centrais corresponde a uma estabilização *ex-ante*, enquanto as medidas não convencionais desenhadas com o intuito de resolver um foco de instabilidade são uma intervenção *ex-post*. Na área do euro, a criação do BCE em 1999 colocou em análise o desenho de políticas de estabilização, tendo particular atenção à coordenação, *ex-ante* e *ex-post*, do conjunto dos bancos centrais para fins de estabilização (Bartolomeo *et al.*, 2005). A coordenação da estabilização nestes dois momentos de intervenção é ainda cruzada com a estabilização ao nível prudencial, macro e micro. A figura que se apresenta (Figura 1) mostra uma matriz de articulação das duas dimensões de políticas de estabilização, com a dimensão da abrangência da intervenção em linha e o momento da intervenção em coluna. Tendo em conta a análise das políticas de estabilização no decorrer desta crise financeira, iremos de seguida analisar as medidas de estabilização *ex-post* e de aplicação macroprudencial que foram desenvolvidas e aplicadas pelos bancos centrais nas principais economias³.

A aplicação das medidas de políticas de estabilização financeira nas principais economias

Com o desenrolar da crise financeira, foram-se sucedendo diversas medidas de intervenção dos bancos centrais que agrupa-

mos nos seguintes pontos, seguindo FMI (2009): i) alterações às operações convencionais de política monetária; ii) facilitação das condições de liquidez das instituições financeiras; iii) facilitação do funcionamento no mercado de crédito; e iv) medidas de política monetária de facilitação quantitativa (“quantitative easing”).

I - Alterações de operações convencionais de política monetária

O despoletar da crise financeira provocou, de forma muito repentina, a alteração do funcionamento do mercado de financiamento interbancário (a que podem apenas recorrer instituições financeiras (IF)). Perante uma situação de crise de confiança, o recurso ao crédito no mercado interbancário foi interrompido pela diminuição da oferta de fundos, o que foi constatado pelos aumentos abruptos e de grande dimensão das taxas de juro praticadas. Esta situação obrigou os bancos centrais a fazer face às necessidades de crédito das IF. Assim, para permitir maior acesso às fontes de financiamento dos bancos centrais, as operações convencionais de cedência de liquidez foram ampliadas com medidas como a expansão do colateral e das contrapartes elegíveis e os termos das operações regulares de política monetária.

Na área do euro e no Japão, as operações passaram a permitir uma provisão ilimitada de liquidez aos participantes, designando-se os leilões por “full allotment” a uma taxa de juro fixa, o que compara com

MATRIZ DE ARTICULAÇÃO DAS DIMENSÕES ABRANGÊNCIA/MOMENTO DE POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO

		MOMENTO	
		<i>Ex-ante</i>	<i>Ex-post</i>
ABRANGÊNCIA	Macroprudencial	Medidas de estabilização anteriores aos momentos de crise, ao nível do sistema financeiro.	Medidas de estabilização/intervenção durante momentos de crise, ao nível do sistema financeiro.
	Microprudencial	Medidas de estabilização anteriores aos momentos de crise, ao nível das instituições financeiras.	Medidas de estabilização/intervenção durante momentos de crise, ao nível das instituições financeiras.

a situação anterior, em que os leilões tinham por referência do banco central um montante objectivo e a taxa de juro variável consoante as condições de oferta e procura para essa operação. Esta alternativa facilitou a provisão de liquidez num contexto em que a incerteza sobre as condições monetárias dificultava as previsões de liquidez por parte do banco central. Adicionalmente, no BCE foi criada a facilidade de cedência de liquidez a um prazo muito alargado – 12 meses. O BCE, ao contrário da Reserva Federal dos EUA (Fed) e do Banco de Inglaterra, não aumentou substancialmente o colateral elegível para as operações de política monetária, que era considerado dos mais amplos. No Fed, o colateral normalmente elegível para as operações de desconto no curto prazo (“discount window”) passou a estar elegível para as operações em mercado aberto⁴.

II - Facilitação das condições de liquidez das instituições financeiras

Contudo, a necessidade de liquidez por parte das IF decorria de problemas nos seus balanços. A permanência nos seus balanços de activos com pouca liquidez, num contexto em que as transacções desses activos no mercado passaram a estar praticamente interrompidas, tornou-se num problema para que as IF garantissem os limites de solvabilidade exigidos. Assim, alguns bancos centrais criaram programas de compra destes activos ilíquidos por contrapartida de títulos governamentais. O Fed implementou, entre outros, os programas Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) e Troubled Asset Relief Program (TARP). Este segundo programa, utilizado pelos principais bancos norte-americanos, foi entretanto já reembolsado ao Fed. As necessidades de liquidez dos bancos e outras instituições financeiras foram ainda reflectidas na dificuldade na emissão de dívida por parte destas instituições. As condições nos mercados financeiros e a crise de confiança conduziram a elevados prémios de risco, o que se traduziu em custos de financiamento elevados. Neste sentido, os bancos centrais, em conjunto com os gover-

nos nacionais, estabeleceram programas de apoio e garantias a emissões de instituições financeiras, no sentido de contribuir para a colocação destas emissões, permitindo a melhoria dos balanços dos bancos. Na área do euro, estas garantias foram utilizadas no período entre Outubro de 2008 e Maio de 2009, ascendendo a cerca de 50% do total das emissões dos bancos (Panetta *et al.*, 2005). A partir desta data, as emissões garantidas começaram a diminuir já que, com a normalização das condições de mercado se tornou mais vantajosa a emissão sem garantia estatal.

Para ultrapassar os problemas de liquidez no mercado cambial, os bancos centrais estabeleceram acordos para disponibilizar *swaps* cambiais com moeda estrangeira aos seus bancos nacionais. Um dos acordos com maior expressão foi estabelecido em Outubro de 2008, entre 14 bancos centrais, entre os quais o BCE, para facilitar o acesso a dólares norte-americanos.

III - Facilitação do funcionamento no mercado de crédito

No mercado de crédito verificaram-se dificuldades de colocação de activos por parte de entidades do sector privado, em particular activos que de algum modo estavam relacionados com o mercado hipotecário e de habitação (ex. titularização de créditos concedidos à compra de habitação). A intervenção dos bancos centrais foi feita através de programas especiais de compra destes activos, junto de entidades privadas. Um exemplo deste tipo de programas é o anúncio do Tesouro norte-americano sobre o programa Public-Private Investment (PPIP). Este programa incentiva a compra dos activos de maior risco, estabelecendo um limite para as perdas dos investidores. O expectável aumento da procura (por parte de empresas não financeiras) deverá contribuir para o aumento do preço do activo e a disponibilidade dos bancos (ou instituições financeiras) em colocar no mercado para venda estes títulos. Este processo contribui para que os bancos retomem dos seus balanços títulos com elevada probabilidade de perda e dinamizem o mercado destes títulos. Na área do euro, o

BCE estabeleceu um programa de compra de *covered bonds* em mercado primário, tendo em vista a recuperação das emissões e, como consequência, das transacções em mercado secundário.

No sentido de contribuir para a melhoria das condições financeiras das IF, alguns bancos centrais propuseram ainda a criação de um “bad bank”. Trata-se de uma instituição que capta os activos de maior risco dos bancos, que, deste modo, alcançariam uma situação financeira mais equilibrada. Este modelo foi utilizado com sucesso na Suécia durante a crise financeira do início dos anos 1990 e, na actual crise, aplicado na Alemanha.

IV - Medidas de política monetária de facilitação quantitativa (“quantitative easing”)

As políticas monetárias de facilitação quantitativa correspondem a um aumento da oferta de moeda por parte dos bancos centrais. Este tipo de medidas começou por ser implementado com a aproximação das taxas de juro a níveis perto de zero, passando, em alguns casos, o objectivo de política monetária a ser definido pela quantidade de moeda oferecida em vez da taxa de juro. Para este processo, os bancos centrais procedem à compra de títulos governamentais, ou de títulos garantidos pelo Estado de bancos e de outras instituições. O Banco de Inglaterra e o Fed, nas suas decisões periódicas de política monetária, anunciam, para além do nível da taxa de juro oficial (perto de zero), o montante de títulos governamentais que serão adquiridos no mercado primário, no período subsequente. Neste sentido, o BCE não aplicou uma política monetária quantitativa, não procedendo à compra de títulos governamentais no mercado primário.

Conclusões

A crise financeira recente marcou um momento relevante também do ponto de vista do estudo do papel das autoridades monetárias, em particular das suas intervenções convencionais (correspondendo à

estabilização *ex-ante*) e não convencionais (estabilização *ex-post*) de combate a situações de crise extrema.

Seja qual o entendimento sobre a aplicação das políticas de estabilização financeira, e suas consequências, não só a curto prazo, como no equilíbrio do sistema financeiro e da própria economia mundial a longo prazo, é indiscutível que os bancos centrais não hesitaram, regra geral, em lançar mão de um conjunto diversificado e poderosíssimo de instrumentos de combate à crise.

O futuro nos dirá se as medidas de estabilização financeira tomadas nas principais economias, para além de terem equilibrado o sistema financeiro, irão contribuir para assegurar uma retoma económica mundial sólida. ■

¹ Este início pode ser localizado no Verão de 2007, com a notícia de falência de *bedge funds* do grupo do Bear Stearns e a suspensão da valorização de fundos do BNP Paribas no mercado europeu a serem provavelmente os detonadores desta crise financeira. No entanto, a situação económica e financeira pouco favorável começou a dar alguns sinais em 2006, com a correcção dos preços no mercado da habitação dos EUA e, consequentemente, agravando a situação do sector de crédito *subprime* e investimentos associados por parte de empresas de *bedge funds*.

² Por exemplo, o Bank of International Settlements (BIS), que é considerado como exemplo de uma autoridade supranacional de supervisão financeira e que articula estas duas dimensões da estabilização (Maes, 2009).

³ As restantes políticas de estabilização não se enquadram no âmbito deste artigo. Sobre as políticas de estabilização *ex-ante* na área do euro ver Bartolomeo *et al.* (2005). As políticas de estabilização microprudencial são desenvolvidas ao nível das políticas de supervisão dos bancos centrais. A este nível interessa analisar os critérios de contabilidade bancária e os limites de solvabilidade aplicados às instituições financeiras.

⁴ As operações em mercado aberto são as operações tradicionais de política monetária em que o banco central coloca, geralmente sob a forma de leilão, fundos disponíveis às instituições financeiras elegíveis na participação destas operações.

Referências

- BARTOLOMEO, Giovanni [et. al.] (2005) — “EMU: Spillovers, asymmetries and institutions”. *Working Paper*, N.º 1376, CESIFO.
- BORIO, Claudio (2003) — “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”. *Working Papers*, N.º 128, Bank of International Settlements.
- MAES, Ivo (2009) — “On the origins of the BIS macroprudential approach to financial stability: Alexandre Lamfalussy and financial fragility”. *Working Paper*, National Bank of Belgium.
- FMI (2009) — *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*. Abril 2009, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- PANETTA, F. [et. al.] (2009) — “An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes”. *Working Paper*, N.º 48, Bank of International Settlements.