

O papel dos desequilíbrios globais 10 anos depois

Dez anos após a eclosão da grande crise económico-financeira global, a economia mundial está a crescer em tornos dos 4% anuais, um ritmo razoavelmente elevado. A maioria das projeções sugere que esta tendência se irá manter a médio prazo. No entanto, neste cenário de avanços significativos, alguns fatores de risco bem conhecidos voltam a incomodar novamente. Entre eles, os desequilíbrios globais.

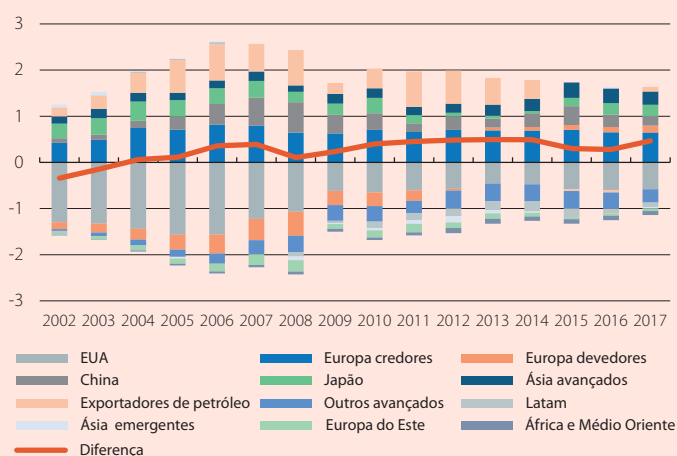
Mas quando falamos sobre desequilíbrios globais, o que é que queremos dizer exatamente? De forma geral, entendemos os desequilíbrios globais como uma situação de défices e superávites na balança corrente que são elevados e persistentes ao longo do tempo, de modo que a sua existência pode ter repercussões globais. A presença de défices (e superávites) na balança corrente

não é uma situação *a priori* preocupante, dado que podem ser o resultado de movimentos de capitais de países com perspectivas reduzidas de crescimento (com superávite) para países com melhores perspectivas futuras (os deficitários). No entanto, se estes défices (e superávites) têm origem, por exemplo, em políticas fiscais altamente expansionistas, num excesso de poupança (motivado por um cenário com uma alta aversão ao risco) direcionada a países estrangeiros com um elevado leque de ativos seguros, ou de políticas mercantilistas, pode ser motivo de preocupação.

Uma combinação destes fatores deu origem a desequilíbrios globais preocupantes no início do milénio. Assim, enquanto nos primeiros anos da década de 2000, o somatório dos défices da balança corrente no mundo inteiro não ultrapassava 1% do PIB mundial, em 2007 ultrapassou os 2,5% (ver o primeiro gráfico). Um aumento que, obviamente, também aconteceu com os superávites. Além disso, este aumento nos dois lados da balança corrente concentrou-se em poucos países. Em termos de superávite, os fortes aumentos deram-se na Europa

Desequilíbrios globais: saldos da balança corrente

(% do PIB mundial)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, abril de 2018).

central (com a Alemanha na liderança); nos países exportadores de petróleo, que beneficiaram do aumento acentuado do preço do petróleo (de apenas 30 dólares por barril de Brent em 2000 para mais de 100 dólares em 2007), e na China, onde a forte poupança deste país asiático na procura de ativos seguros e políticas neomercantilistas para apoiar os setores da exportação foram os principais impulsionadores dos desequilíbrios globais.¹ Por sua vez, os défices fiscais crescentes nos EUA e em muitos países da Europa periférica foram um fator importante para o aumento dos desequilíbrios globais² (a hipótese dos *twin* défices, que defende que as políticas fiscais excessivamente expansionistas reduzem a poupança nacional líquida e agravam a dependência externa, ganhou relevância nessa década).³

Este acumular de desequilíbrios durante os primeiros anos da década de 2000 exacerbou as consequências da crise de 2008. A paralisação súbita dos fluxos internacionais de capital que se seguiu ao colapso da Lehman Brothers forçou as economias com uma elevada dependência da poupança externa (e, portanto, com um grande défice na balança corrente) a cortarem a sua despesa abruptamente, levando a reduzir a sua atividade económica. Da mesma forma, a forte interligação global entre as principais economias através dos fluxos comerciais e financeiros, fez com que o problema adquirisse uma dimensão mundial.

Convém destacar que, após a eclosão da crise, grande parte dos défices e superávites excessivos foi substancialmente corrigido. Assim, o défice global da balança corrente ficou em torno de 1,5% do PIB mundial em 2012. Da mesma forma, a redução na dispersão dos saldos da balança corrente dos países foi significativa. Em particular, as maiores economias deficitárias reduziram para metade o seu desequilíbrio externo conjunto. A título exemplificativo, os EUA o principal responsável pelo elevado défice da balança conta corrente global, chegou a reduzir o seu défice em 1 ponto do PIB mundial, enquanto, por outro lado, a China reduziu o seu superávite atual em cerca de meio ponto do PIB mundial.⁴

1. A elevada poupança dos países emergentes da Ásia é conhecida sob a denominação económica de *savings glut*.

2. Ver o artigo «Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal» nesta *Informação Mensal*.

3. Ver Chinn, M. (2017), «The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record», Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference.

4. Em termos de percentagem dos seus respetivos PIB, os EUA passaram de um défice máximo de 5,8% em 2006 para um mínimo de 2,1% em 2013. Entretanto, a China passou de um superávite de quase 10% em 2007 para 1,5% em 2013 (segundo dados do FMI, WEO, abril de 2018).

Nos últimos anos, os desequilíbrios atuais mantiveram-se estáveis em cerca de 1,5%. Embora ainda acima dos níveis do início dos anos 2000, estes são claramente inferiores aos níveis de 2007. No entanto, dois elementos qualificam esta visão relativamente tranquilizadora. Em primeiro lugar, o importante estímulo fiscal que está a ser levado a cabo pela Administração norte-americana, com a redução fiscal aprovada pelo Congresso em dezembro de 2017 e o aumento da despesa previsto para 2018 e 2019, fará aumentar o défice atual dos EUA. Um aumento que, sem dúvida, terá um impacto negativo nos desequilíbrios globais. Com efeito, os EUA continuam a ser o país com o maior défice na balança corrente do mundo: com 449.141 milhões de dólares em 2017, representou 51% do défice total acumulado pelo grupo de países deficitários.

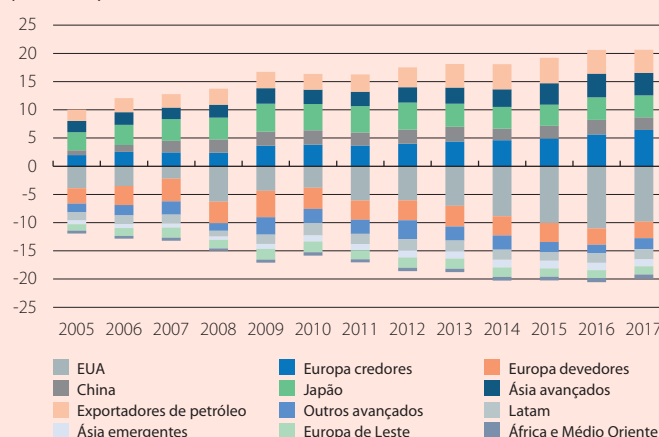
Em segundo lugar, a globalização financeira fez acrescentar um nível de complexidade aos fluxos internacionais de capital que os saldos da balança corrente não capturam. Assim, a correção global das balanças correntes após a crise podia estar a mascarar riscos financeiros internacionais que ainda são importantes ou mesmo crescentes.⁵ Por um lado, o saldo da balança corrente e, portanto, a sua contrapartida na conta financeira pode ter diminuído em termos líquidos mas, ao mesmo tempo, os fluxos brutos – entradas e saídas de capital – são muito relevantes e as suas oscilações podem ser uma fonte relevante de instabilidade. Por exemplo, em 2008 enquanto nos EUA o défice da balança corrente foi corrigido em 30.000 milhões de dólares, a queda das receitas brutas de capital no país foi de 1,7 biliões. Esta queda refletiu principalmente a paralisação dos fluxos de entrada europeus nos EUA e em menor medida, a diminuição dos fluxos provenientes da Ásia emergente. Algo que, por outro lado, não teríamos previsto com a simples observação dos saldos da balança corrente, dado que a região europeia no seu conjunto apresentava um saldo líquido da balança corrente equilibrado e foi a região asiática que continha um superávit expressivo na balança corrente. A razão por trás do comportamento diferente da Europa e da Ásia foi que os bancos europeus estavam altamente expostos a produtos financeiros americanos apoiados em hipotecas e os seus homólogos asiáticos, não.

Por outro lado, a forte expansão das posições de ativos e passivos internacionais dos países realça a relevância dos saldos da balança corrente como uma medida de vulnerabilidade macrofinanceira. Um *stock* elevado de ativos e passivos financeiros significa que são cada vez mais importantes as receitas líquidas de capital e menos as balanças correntes na mudança da posição de investimento internacional líquido das economias (PIIL),⁶ que é, afinal, o que revela a capacidade dessas economias de cumprirem as suas obrigações de pagamento a médio e longo prazo. Neste sentido, nos últimos anos, as posições de devedor e de credor externo (indicadas pela PIIL) não pararam de crescer e vão continuar a expandir-se de acordo com as estimativas mais recentes do FMI. Uma evolução que, sem dúvida, acrescenta alguma pressão ao cenário de tranquilidade que emana dos saldos da balança corrente (ver o segundo gráfico).

Em suma, o desenvolvimento da globalização financeira acarretou consigo um nível significativo de complexidade para as relações macrofinanceiras internacionais. O que significa que se requer uma análise de diferentes indicadores para poder avaliar o stress macrofinanceiro global com maior precisão. Assim, embora a redução dos desequilíbrios globais em relação aos máximos de 2007 seja sintomática de um nível mais controlado neste tipo de stress, as elevadas posições da dívida externa de algumas economias e os fluxos líquidos significativos de capitais internacionais impedem-nos uma visão demasiado complacente, sugerindo que alguns focos de vulnerabilidade macrofinanceira não desapareceram.

Posição de investimento internacional líquido

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, abril de 2018).

5. Ver Obstfeld, M. (2012), «Does the Current Account Still Matter?», *American Economic Review*, 102(3), 1-23. Ver também Borio, C. E. e Disyatat, P. (2015). «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously», BIS Working Paper.

6. A PIIL define-se como a diferença entre o *stock* de ativos e passivos financeiros externos.

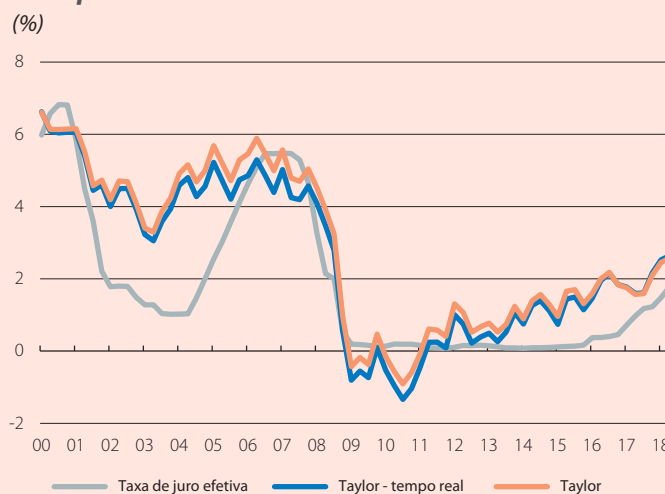
Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal

Num encontro com vários economistas em novembro de 2008, a rainha britânica Isabel II perguntou-lhes: «Por que é que ainda ninguém reparou?», referindo-se à crise financeira, que naquele ano reduziu substancialmente a rentabilidade dos ativos financeiros da coroa inglesa. Ainda hoje, quando se cumprem exatamente 10 anos desde a crise, é difícil responder a esta pergunta, mas, com a perspetiva que o passar do tempo nos dá, podemos dizer que as decisões ao nível da política monetária e fiscal desempenharam um papel significativo que ajudam a entender por que é que ocorreu a eclosão da crise financeira e a subsequente Grande Recessão. Neste artigo, lançaremos alguma luz sobre a natureza errónea das diversas decisões de política monetária e fiscal que facilitaram a criação de desequilíbrios financeiros e macroeconómicos antes da crise e, também, em que medida aprendemos com aquela experiência amarga.

Para começar, é importante lembrar que as políticas fiscal e monetária de um país ou região devem atuar como estabilizadores da economia e conter uma natureza anticíclica, ou seja, estimulá-la durante os períodos recessivos do ciclo económico e tentar assegurar um crescimento sustentável e equilibrado da atividade económica durante os períodos de conjuntura favorável para estar melhor preparado para os tempos difíceis. Os economistas concordam que nos anos que antecederam a Grande Recessão, ambas as políticas foram excessivamente acomodáticas nos EUA e na Zona Euro, o que favoreceu a criação de desequilíbrios financeiros e macroeconómicos. Isto pode dever-se a dois fatores: as autoridades fiscais e monetárias podem ter provavelmente decidido estimular intencionalmente – mais do que era necessário – uma economia que, como sabemos, já estava a crescer acima do seu potencial ou então o momento cíclico que a economia estava a viver não foi interpretado corretamente e pensou-se que ainda havia espaço para mais crescimento. O segundo poderia ter levado as autoridades a acreditarem que eram necessárias medidas fiscais ou monetárias permissivas para estimular a procura, quando na realidade sabemos agora que a economia já estava a crescer acima do seu potencial. Em termos monetários, a negligência das políticas também é explicada porque as autoridades se concentraram na evolução dos preços, mas não consideraram os riscos macrofinanceiros que essas políticas acarretavam.

Para elucidar até que ponto a política monetária foi excessivamente acomodática nos anos anteriores à crise financeira, podemos usar a regra de Taylor, que indica qual deve ser a taxa de juro estabelecida pelo banco central em termos de inflação, uma medida que verifica a que distância se encontra a atividade económica do seu potencial (o denominado *gap* de produção) e outras variáveis adicionais.¹ Além disso, a fim de identificar a influência que uma interpretação imprecisa do momento cíclico poderia ter, podemos estimar a taxa de juro de Taylor que obtemos com a lacuna de produção que realmente existiu e compará-la com a taxa de juro de Taylor que as autoridades nos anos 2000 utilizavam em tempo real. Assim, podemos ver no primeiro gráfico como, efetivamente, a taxa de juro estabelecida pela Reserva Federal situou-se entre 2002 e meados de 2005 bem abaixo da sugerida pela regra de Taylor. Além disso, se compararmos as duas regras de Taylor, vemos que ambas são semelhantes, de modo que os erros derivados de uma estimativa imprecisa em tempo real tiveram um papel irrelevante.

EUA: política monetária



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Atlanta.

Fizemos o mesmo exercício para a Zona Euro, mas separámos os principais países que a formam entre os países *core* e os periféricos. Se olharmos para o segundo gráfico, podemos tirar duas conclusões sugestivas. Em primeiro lugar, a diferença entre a taxa de juro sugerida pela regra de Taylor e a taxa de juro oficial do Banco Central Europeu mostra que a política monetária do BCE era mais sensível à situação económica dos países *core* do que à dos países periféricos entre os anos 2002 e 2005. Por exemplo, em 2004, a taxa de juro sugerida pela regra de Taylor era de 5,8% para os países periféricos. No entanto, naquele ano a taxa de juro oficial foi, em média, de 2%, muito mais perto dos 3,6% que a regra de Taylor prescrevia para os países *core*. Em segundo lugar, a miopia aquando da identificação da fase do ciclo económico em que cada país se encontrava poderia ter sido muito relevante na Europa, dado que a diferença entre a taxa de juro pela regra de Taylor correta e a obtida com dados em tempo real é de 0,7 e 1,3 p. p. para os países *core* e periféricos, respetivamente. Assim, as autoridades monetárias possivelmente pensaram que a necessidade de aumentar as taxas de juro era menos urgente do que realmente era.

1. Concretamente, $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1-\rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(\gamma_t - \gamma_t^n)]$ onde $\rho = 0,5$ é o parâmetro de alisamento, r_t^n é a taxa de juro natural estimada segundo o modelo Laubach-Williams, π_t é a inflação atual e $\pi^* = 2\%$ a inflação objetiva, γ_t é o PIB e γ_t^n , o PIB potencial.

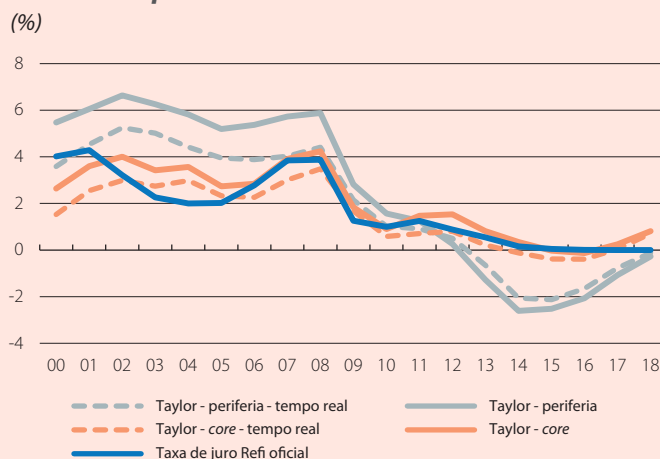
Na realidade, os dois bancos centrais já mostraram alguma preocupação em 2004 com a abordagem excessivamente acomodaticia da política monetária, mas as decisões tomadas para lidar com estas preocupações foram insuficientes e muitas vezes chegaram tarde. Por exemplo, as atas da reunião de março de 2004 da Fed mostram como «vários membros pensavam que manter uma política monetária estimulante por muito mais tempo poderia encorajar um aumento na alavancagem e na tomada de riscos».² Neste mesmo sentido, o então presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, comentou em frente do Parlamento Europeu em novembro do mesmo ano que a política monetária excessivamente expansionista que estava a ser levada a cabo pelo BCE poderia causar bolhas nalguns mercados. No entanto, a taxa de juro refi permaneceu inalterada nos 2% durante o ano inteiro, após os avisos de Trichet.

Em termos de política fiscal, a função estabilizadora atribuída à mesma não funcionou efetivamente nos anos anteriores à crise nem nos EUA nem na Zona Euro. Nesta última região, as consequências de uma política fiscal inadequada foram especialmente críticas. De facto, as políticas fiscais que foram tomadas em alguns países da Zona Euro quando a economia ainda estava num período de prosperidade antes da crise, são um exemplo de como os efeitos adversos de uma recessão podem ser amplificados dependendo das decisões em matéria fiscal. Assim, estes países (a Grécia é um exemplo claro) cujo nível de endividamento não reduziu suficientemente nos anos anteriores à crise enfrentaram a recessão financeira numa situação delicada que não lhes permitiu implementar políticas fiscais expansionistas para estabilizar a queda da atividade, pois esta situação teria questionado a sustentabilidade da dívida pública. A política fiscal destes países acabou por ser pró-cíclica, dado que tiveram que ajustar as suas contas públicas durante a fase recessiva do ciclo, em vez de efetuar estes ajustamentos nos anos anteriores, quando a economia cresceu acima do seu potencial. Pelo contrário, aqueles países (a Alemanha é um bom exemplo) cujas políticas fiscais permitiram ter uns níveis de dívida relativamente baixos antes da recessão puderam atenuar o impacto da crise sem implicar um risco na capacidade de pagar a sua dívida soberana.

Dez anos após o início da crise, é natural imaginar qual é a situação atual. A partir de um ponto de vista da política monetária, parece que as taxas de juro estão a aproximar-se, embora ligeiramente abaixo, dos níveis sugeridos pela regra de Taylor. No entanto, devemos considerar que as várias medidas não convencionais efetuadas pelos bancos centrais, especificamente a compra em massa de ativos financeiros, acentuaram a negligência das políticas das autoridades monetárias.³ Se considerarmos o tamanho do balanço do bancos centrais, as políticas monetárias continuam a ser mais permissivas do que deveriam ser e isto pode estar a contribuir para a sobrevalorização de alguns ativos financeiros. Ao nível da política orçamental, os ajustamentos orçamentais efetuados pelos países periféricos e o maior controlo dos níveis de endividamento e défice dos Estados-Membros pela Comissão Europeia sugerem uma política orçamental menos pró-cíclica e, conseqüentemente, mais preparada para enfrentar futuras recessões. No entanto, os níveis de endividamento que muitos países têm vindo a arrastar são maiores do que em 2008, o que reduz o espaço de manobra das autoridades fiscais no caso de uma nova recessão. Por exemplo, Espanha em 2008 enfrentou a Grande Recessão com um nível confortável de endividamento sobre o PIB de 39%, enquanto este indicador encontra-se agora em 98%.

Em resumo, não sabemos exatamente quando será a próxima recessão nem o quão profunda será. Também não sabemos se seremos capazes de responder a uma pergunta semelhante à formulada pela Rainha Isabel II em 2008. O que sabemos é que no passado foram tomadas algumas decisões que com o tempo podemos dizer que estavam erradas, em parte por apostar em medidas erradas e em parte por uma leitura errada do momento cíclico em que nos encontrávamos. Embora as medidas que foram tomadas após a crise tenham sido destinadas a resolver estes erros, a resposta das políticas fiscais e monetárias à crise também nos deixou com uma capacidade menor para responder a crises futuras (dívida pública elevada, taxas de juro muito baixas, balanços do banco central com dimensões nunca vistas ...). Esperamos que se avance no caminho certo para corrigir estas situações com tempo e evitar que a próxima recessão nos apanhe desprevenidos.

Zona Euro: política monetária



Nota: O Core inclui a França e a Alemanha, enquanto a periferia inclui a Espanha, Grécia, Itália e Portugal. Em ambos os casos cada país foi ponderado segundo o PIB.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

2. Ver o artigo «Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman» neste mesmo Dossier para mais informações sobre as consequências do risco excessivo e o aumento da alavancagem.

3. Para uma análise mais detalhada sobre este assunto, consulte o artigo «Descobrimos a política monetária na sombra» da IM02/2016.

Uma regulação mais adequada à natureza do setor bancário

Como é sabido, o sistema financeiro está inevitavelmente sujeito a problemas de informação assimétrica que podem causar conflitos de interesse entre os diferentes agentes: mutuários, credores, acionistas, gestores de bancos, etc. Isto tende a exacerbar o caráter procíclico do sistema, ou seja, a tendência para o surgimento de *booms* de crédito em fases de expansão, e pode levar a um acumular excessivo de riscos, níveis de capital muito baixos ou uma negligência na comercialização de produtos.¹ Neste contexto, a regulação tenta evitar ciclos de crescimento excessivo do crédito e a tomada de riscos, embora este objetivo nem sempre seja fácil de alcançar, como vimos durante a última crise que ocorreu há exatamente 10 anos.

Neste artigo, analisamos em que medida as iniciativas reguladoras adotadas nos últimos anos têm servido para canalizar desequilíbrios passados e fornecer ao setor bancário capacidade para se manterem solventes em possíveis cenários adversos que possam ocorrer no futuro. Em suma, devemos perguntar se aprendemos a lição para que os mesmos erros não voltem a acontecer. Vamos ver se o fizemos.

Rádios de capital e de liquidez na Zona Euro e nos EUA

	Rácio de capital * (%)		Rácio créditos/depósitos (%)	
	2007	2017	2007	2017
Zona Euro	7,9	15,6	124	98
EUA	8,5	13,7	97	76

Nota: * Rácio Tier 1 (capital de primeiro nível) sobre os ativos ponderados pelo risco.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of New York, EBA e do BCE.

A crise anterior evidenciou, entre outros problemas, duas importantes fontes de instabilidade financeira: o risco sistémico e excessiva prociclicidade do crédito.

O risco sistémico faz referência a distúrbios no sistema financeiro na sua totalidade que, por exemplo, podem ser causados por uma instituição com problemas, tal como aconteceu com a Lehman Brothers há 10 anos. Uma das suas principais causas é o chamado risco moral, pelo qual uma instituição assume riscos excessivos assumindo que, antes de quebrar, seria resgatada com recursos públicos. Este problema tornou-se especialmente

evidente naquelas instituições «sistémicas», consideradas grandes demais, complexas e interligadas para sofrerem quebras.² Além disso, estas instituições beneficiaram de um custo de financiamento menor, uma vez que os investidores deram como certo que dificilmente poderiam cair.

Tentou-se corrigir este problema com o fortalecimento da denominada regulação macroprudencial, que visa evitar crises sistémicas e promover uma maior estabilidade financeira. Para este fim, foram incorporadas injeções específicas de capital para instituições consideradas sistémicas e também para riscos sistémicos no quadro do capital implementado à escala mundial após a crise e conhecido como Basileia III. Além disso, para atenuar este problema de forma credível, foi introduzida uma nova estrutura de resolução na Europa que facilita a reestruturação de uma instituição com problemas e visa evitar a utilização de fundos públicos no referido processo. Esta estrutura exige que os acionistas e credores de uma entidade, e não os contribuintes, assumam as perdas (*bail in*). E para que isto na prática seja viável, foram estabelecidos novos requisitos de absorção de perdas.³

Por outro lado, a fim de mitigar ou suavizar os ciclos de crédito para evitar uma acumulação excessiva de riscos (pró-ciclicidade do sistema), o Basileia III levou a um aumento muito significativo dos requisitos de capital, tanto em quantidade como em qualidade. Além disso, este quadro adotou uma extensa gama de ferramentas, como a «almofada» de capital anticíclica que serve para acumular capital durante períodos de expansão para absorver perdas quando ocorrem recessões,⁴ bem como outras medidas em termos de capital e liquidez (utilização de ponderadores de riscos mais elevados, requisitos mais rigorosos, requisitos de informação, etc.). Para além do Basileia III, poderão ser desenvolvidas medidas adicionais a nível nacional se a autoridade competente (normalmente o banco central de cada país) decidir controlar a concessão de crédito através da limitação de empréstimos em relação à sua garantia (*loan-to-value* ou LTV) ou da capacidade de pagamento do devedor (*debt-to-income* ou DTI).⁵ Todas estas medidas são úteis para atenuar a tendência cíclica do crédito e endividamento do setor privado e o surgimento de bolhas nalguns ativos, mas convém referir que as mesmas irão tender sempre a serem mais efetivas se forem adequadamente combinadas com instrumentos de política monetária e fiscal (ver o artigo «Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal» neste mesmo Dossier).

1. Para mais informação, ver J. Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», Estabilidad Financiera n.º 16, Banco de Espanha.

2. Este problema também ocorreu em grupos de instituições menores, que juntas poderiam produzir a mesma instabilidade em caso de falência (*too many to fail*).

3. Requisitos conhecidos como MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*).

4. Países como a Suécia ou Noruega já aplicam esta ferramenta, e outros como a França, o Reino Unido e a Irlanda vão aplicar brevemente.

5. Por exemplo, Portugal já as utilizou recentemente para regular a oferta de crédito no mercado hipotecário.

Como é possível verificar, a regulação introduzida devido à crise tem por objetivo aumentar significativamente os requisitos prudenciais do setor bancário.⁶ Como resultado, tanto a solvabilidade como a liquidez do setor no conjunto da UE e nos EUA melhoraram substancialmente em comparação com 2007 (ver a tabela em anexo) e estão atualmente em níveis bem acima do mínimo exigido. Isto aumenta a sua capacidade de absorver futuros choques e os acionistas terão mais em conta possíveis perdas futuras, o que deveria incentivar uma maior prudência.

Mesmo assim, a crise anterior mostrou que, para ter um setor bancário verdadeiramente sólido, também é fundamental fortalecer outras áreas (para além do prudencial), o que levou à implementação de medidas de contabilidade, governação institucional e de comportamento. Assim, em matéria contabilística, com a introdução das novas normas e contabilidade (IFRS 9), pretende-se refletir com maior precisão o risco de crédito. Desta forma, foram aumentadas as exigências de provisões de risco de crédito que atualmente têm de ser calculadas para créditos em imparidade, de acordo com a perda esperada ao longo da vida do empréstimo (antes os créditos malparados eram provisionados com base na perda esperada a 12 meses), o que geralmente implica um nível mais elevado de provisões e fomenta a estabilidade financeira.

Da mesma forma, foram efetuadas tentativas para corrigir alguns problemas de governação institucional inerentes ao setor financeiro que podem ser agravados quando os incentivos entre diferentes agentes não se encontram totalmente alinhados.⁷ Uma forma de alinhar esses incentivos foi estimular esquemas de compensação mais vinculados a retornos e riscos futuros para evitar o surgimento de riscos excessivos a curto prazo. Ao mesmo tempo, foi dado um maior ênfase pelos reguladores e supervisores em aspetos como o tamanho dos Conselhos de Administração, a profissionalização dos seus membros, a sua independência ou as dinâmicas de funcionamento. A isto devemos acrescentar o esforço efetuado pelas instituições para definirem políticas de controlo interno que estabeleçam limites de «apetite» para cada risco (financeiro, comercial, operacional, etc.). Além disso, em termos de conduta, houve um reforço significativo para obter uma maior transparência, como também na comercialização de produtos (informações sobre despesas, riscos associados, etc.).⁸

Nos últimos anos, a UE também se comprometeu a construir uma união bancária. Esta união destina-se a reduzir a ligação entre o risco soberano e o risco bancário e atenuar a fragmentação financeira. Tudo somado, ainda há trabalho para ser feito. Em particular, é essencial implementar um sistema comum de garantia de depósitos que proteja igualmente todos os depósitos, independentemente da instituição e do país de origem. Ao mesmo tempo, um mutuante de último recurso a nível europeu é obrigado a oferecer apoio ao fundo único de resolução e ao próprio sistema de garantia de depósitos no caso de eventos sistémicos. Também é necessário desenhar um esquema de provisão de liquidez para instituições em resolução.

Além disso, apesar dos esforços feitos para reduzir a natureza pró-cíclica do setor, algumas das medidas implementadas têm efeitos pró-cíclicos (como o IFRS 9 ou as ponderações por risco dos ativos), o que tende a diminuir parte dos seus efeitos benéficos para a estabilidade financeira. Finalmente, é de salientar que a intensificação da regulação no setor bancário tende a favorecer um desvio da atividade de intermediação para setores pouco regulados, como o denominado sistema bancário paralelo.⁹

Em suma, graças à implementação das medidas introduzidas após a crise, o setor financeiro está hoje mais robusto do que antes. Isso vai ajudar a minimizar o impacto sobre a economia e a estabilidade financeira durante os períodos de turbulência, dado que os países com sistemas bancários mais capitalizados tendem a estar associados a recessões mais curtas e a uma menor contração na oferta de crédito.¹⁰ No entanto, mais cedo ou mais tarde, as tarefas pendentes que mencionámos devem ser tratadas de forma adequada.

6. Para as medidas mencionadas, devemos acrescentar a introdução de um índice de alavancagem (relação simples de capital para ativos, sem considerar o risco do mesmo) e de rácios de cobertura de liquidez e financiamento estável. Mais recentemente, a estrutura do Basileia III foi revista para limitar também a dispersão no cálculo de ativos ponderados pelo risco entre instituições.

7. Isto acontece, por exemplo, quando os gestores de um banco têm incentivos para maximizar a rentabilidade dos negócios num prazo mais curto do que os acionistas, sem considerar que os riscos dos investimentos realizados podem ser materializados a longo prazo.

8. Normativas como, por exemplo, o pacote MIFID 2 (aplicável desde 2018) regulam estes âmbitos.

9. Instituições (de seguros, fundos de investimento, etc.) que realizam atividades financeiras com características bancárias, mas que são menos reguladas e não contam com uma rede de proteção, como um mutuante de última instância.

10. Ver, por exemplo, Jiménez *et al.* (2012), «Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications», Zurich Open Repository and Archive, e Jordà *et al.* (2017), «Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis», Working Paper Series 2017-6, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman

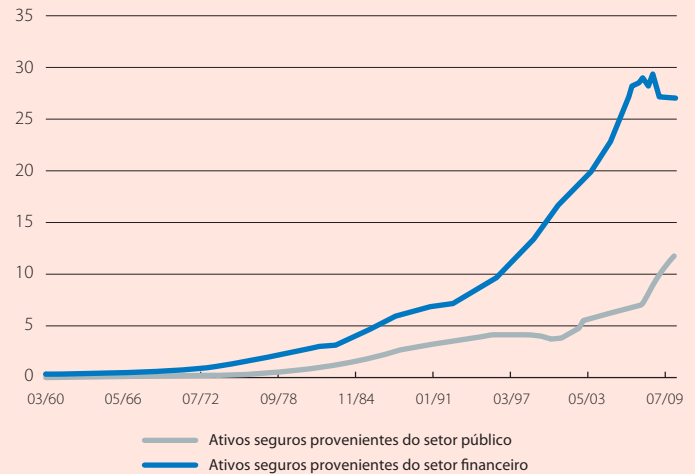
Há 10 anos, a 15 de setembro de 2008, a falência da Lehman Brothers mergulhou o mundo na pior crise financeira desde a Grande Depressão dos anos 1930. Se a sua origem estava num mercado relativamente pequeno (das hipotecas *subprime* dos EUA), como é possível explicar esta explosão? Sabemos¹ que a crise financeira foi precedida por um longo período de desequilíbrios globais, condições financeiras permissivas e uma regulação financeira inadequada. A estes elementos juntou-se uma excessiva assunção de riscos e um aumento do endividamento para se transformar numa crise financeira. Vamos ver qual é o papel que estes dois fatores desempenharam e as consequências que ainda estamos a sofrer.

Como a aversão ao risco levou a uma maior assunção de riscos

Para começar, devemos voltar às crises asiáticas do final do século XX e ao *crash* da bolsa em 2001, que desencadeou um aumento da aversão ao risco e um maior desejo, a nível mundial, de possuir ativos seguros. Esta procura, inicialmente insatisfeita pela oferta existente, estimulou o sistema financeiro das economias avançadas (com os EUA na liderança) para criar ativos seguros através do denominado processo de titularização. Por exemplo, no mercado de hipotecas, este processo consistia em criar um pacote de empréstimos hipotecários sob um novo título, o denominado MBS,² que dava direito a receber de forma regular os pagamentos das hipotecas que compõem o MBS. O MBS agrupava um número muito elevado de hipotecas e, portanto, considerava-se altamente improvável que todas estas hipotecas deixassem de ser pagas ao mesmo tempo. Assim, este fluxo era considerado «seguro» e poderia ser titularizado num ativo que também seria seguro. Com efeito, o setor financeiro dos EUA produziu uma grande oferta de ativos aparentemente seguros para satisfazer a procura (ver o primeiro gráfico). De facto, o apelo foi tão grande que a prática espalhou-se rapidamente, até ao ponto das instituições financeiras comprarem e venderem estes ativos entre as mesmas e inseri-los no balanço. No entanto, isto provocou fortes interligações no sistema financeiro: era a semente que transmitiria os problemas do mercado hipotecário para todo o sistema financeiro internacional.

EUA: oferta de ativos seguros *

(Bilhões de dólares)

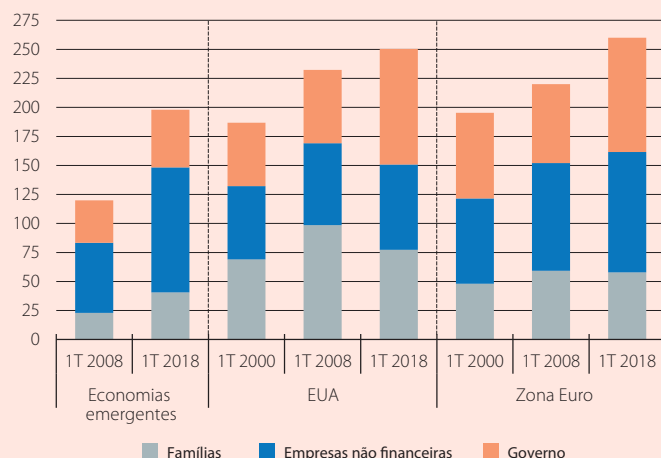


Nota: * O universo de ativos seguros é, na maior parte, formado por títulos de dívida de emissores de solvência e estabilidade institucional comprovadas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Gorton et al. (2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.

Crédito total ao setor não financeiro

(% do PIB)



Nota: O Banco de Pagamentos Internacionais não facultou dados setoriais para o conjunto das economias emergentes antes de 2008.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais.

Implosão

Além das interligações, a perceção de «segurança» destes ativos apresentava uma falha inerente: subestimava a probabilidade de um aumento generalizado do incumprimento das hipotecas. No contexto do início do século XXI, com taxas de juro baixas e uma atividade económica dinâmica, era humanamente lógico pensar que o futuro não seria muito diferente: o custo do crédito manter-se-ia baixo e as taxas de incumprimento seriam mínimas. No entanto, ao pairarem nuvens sobre este sentimento otimista, o aumento do incumprimento das hipotecas levou os investidores a questionarem a segurança real destes ativos. Além disso, à medida que se apercebiam que muitas instituições financeiras tinham estes ativos inseridos no seu balanço (e que agora eram menos valiosos), questionaram a sua solvência. Finalmente, a própria opacidade e complexidade do produto (um MBS poderia conter milhares e milhares de hipotecas) acentuou a desconfiança, com a qual a concessão de empréstimos entre instituições desapareceu e, definitivamente, também a liquidez.

1. Ver os outros três artigos deste mesmo Dossier para uma análise aprofundada de cada um destes fatores.
2. O acrónimo do seu nome em inglês *mortgage-backed security*, ou seja, título garantido por crédito hipotecário.

Além disso, as dúvidas sobre a solvência foram acentuadas por outro protagonista deste artigo: a denominada alavancagem. As instituições financeiras também tinham financiado a expansão dos seus balanços (que acumulavam titularizações) com o aumento da alavancagem, ou seja, através da dívida (em contraste com a utilização de capital próprio). Por um lado, isto era favorecido por uma má regulação, dado que a titularização permitiu reduzir os requisitos de capital necessários. Por outro lado, o excesso de otimismo retroalimentou a alavancagem e criou um círculo aparentemente virtuoso: a expectativa de revalorização dos ativos elevou o valor da garantia, permitia assumir um maior risco e o nível de endividamento aumentou, fazendo com que os ativos revalorizassem ainda mais. De facto, mesmo sabendo que o otimismo era excessivo, os agentes queriam continuar a apostar: o otimismo do resto da economia continuou a aumentar o valor dos ativos e retroalimentava o círculo. Nas palavras de Charles Prince, então um dos principais líderes do Citigroup, «enquanto a música tocar, devemos levantar-nos e dançar». No entanto, quando a música parou, o ciclo virtuoso tornou-se vicioso: possuir uma alavancagem elevada significava ter relativamente pouco capital para absorver as perdas, o que questionava a solvência das instituições e restringia o acesso ao financiamento. Isto obrigava-as a vender ativos e deprimia os preços, com a consequente perda de valor, que levava novamente a questionar a sua solvência e retroalimentava outra vez o círculo.

Desta forma, as fortes interligações que o processo de titularização produzia e a elevada alavancagem atuaram como uma corrente de transmissão para que o aumento do incumprimento das hipotecas *subprime* em 2007 escoasse para uma grande parte do sistema financeiro internacional e o colocasse à beira do colapso.

Riscos e dívida 10 anos depois

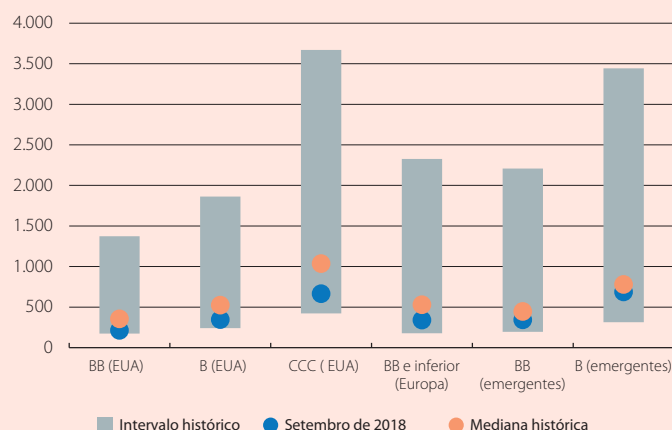
Hoje ainda sofremos as consequências daquela crise, tanto em termos de alavancagem como de assunção de risco. Por um lado, nas economias avançadas, o setor financeiro desalavancou significativamente, mas isto foi compensado por um aumento do endividamento do setor público. Além disso, a dívida das famílias e das empresas não financeiras permanece elevada e, nas economias emergentes, ocorreu um forte crescimento da dívida, especialmente entre as empresas não financeiras e na China (cujo sistema financeiro tem mostrado interligações fortes e opacas).³

Por outro lado, a política monetária acomodatória e as reduzidas taxas de juro que prevalecem desde 2008 (fruto da gravidade da crise financeira e da grande recessão que se seguiu) motivaram a assunção de riscos em busca de retornos mais elevados. Assim, embora, em termos gerais, o sistema financeiro e económico internacional goze de uma melhor saúde, apareceram focos de risco localizados. Em termos de assunção de risco, ao comprimir os prémios de risco para mínimos históricos (ver o terceiro gráfico), as condições financeiras acomodatórias facilitaram a emissão de obrigações privadas de pior qualidade. Além disso, em termos de alavancagem, a procura por retornos levou a uma expansão em massa do mercado mundial dos denominados empréstimos alavancados (empréstimos comerciais concedidos a instituições com um elevado risco de incumprimento ou que já possuem elevados níveis de endividamento): em 2017, estes atingiram 788.000 milhões de dólares e ultrapassaram os níveis de 2007. Além disso, neste mercado estão a aparecer sinais de uma fase madura do ciclo económico global: empresas com solvência duvidosa continuam a ter acesso abundante ao crédito, os *ratings* da dívida das empresas mostraram alguma deterioração e as novas emissões de dívida incorporam menos proteção ao investidor.⁴ Finalmente, o forte aumento da dívida das empresas nas economias emergentes também reflete a possibilidade de acesso a um financiamento barato em dólares ou euros. No entanto, já estamos a assistir como o sentimento pode mudar com a retirada dos estímulos monetários por parte da Fed e do BCE.

Com todos estes elementos, o mundo atravessa um caminho sinuoso. Os principais bancos centrais enfrentam o desafio de retirar o estímulo monetário que foi necessário para revitalizar a economia mundial, justamente para evitar que, mais uma vez, o acumular de vulnerabilidades provoque turbulências financeiras. Parafraseando Warren Buffet, apenas no final do processo, quando as águas do estímulo monetário desaparecerem, vamos saber se a economia global usa fato de banho ou não.

Prémios sobre a dívida do setor empresarial segundo a sua notação de risco (1999-2018)

Diferencial com a taxa soberana dos EUA (p. b.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of America Merrill Lynch.

3. Ver o Focus «O *shadow banking* na China: uma sombra alongada», na IM02/2017.

4. Para mais informação consulte o Relatório de Estabilidade Financeira Global de abril de 2018 elaborado pelo Fundo Monetário Internacional.