

Uma interpretação institucionalista da política macroprudencial

Gustavo Chagas Goudard¹
Fábio Henrique Bittes Terra²

Resumo

Uma das consequências da recente crise econômica internacional foi a demanda por novos instrumentos de política econômica para além dos já consagrados mecanismos de política monetária, cambial e fiscal. Notadamente, a intenção é que se busquem meios mais eficazes de se regular o sistema financeiro a bem de se impedirem o surgimento de bolhas e desequilíbrios financeiros que terminem por impactar o lado real da economia. Nesse particular, a política macroprudencial ganhou destaque, como mais uma política pública de cunho econômico cuja utilização pode ajudar na manutenção da estabilidade financeira. Porém, as discussões e o desenvolvimento da literatura relativa ao tema têm ocorrido sob bases pragmáticas que não se relacionam imediatamente às escolas ortodoxas ou heterodoxas da ciência econômica. Assim sendo, o objetivo deste trabalho é realizar uma leitura institucional da política macroprudencial, sob o argumento subjacente de que ela pode ser apreendida pelo conteúdo teórico das abordagens institucionais.

Palavras-chave: Política Macroprudencial; Medidas Macroprudenciais; Economia Institucional; Inovações Financeiras

Abstract

One of the consequences of the recent economic crisis is the claim for new tools for economic policy beyond the well-known monetary, fiscal and exchange rate policies. Notably, the intention of these new economic policy mechanisms is to avoid financial bubbles and imbalances which affect the real side of economic system. In this particular, macroprudential policy has won evidence as a economic policy that may help to maintain the equilibrium of financial system. However, the debate about macroprudential policy has been developed in a quite pragmatic way without any vinculation with the orthodoxy either heterodoxy fields of economics. In so being, the article purpose is to develop an institutional reading of the macroprudential policy. The subjacent argument of the text is that the various institutionalist perspectives can offer theoretical content to the macroprudential policy.

Keywords: Macroprudential Policy; Macroprudential Measures; Institutional Economics; Financial Innovations

Submissão às sessões ordinárias

Área 4 – Estados e Nações face à Nova Configuração do Capitalismo

Subárea – 4.2 Estado e Políticas Públicas

¹ Mestrando em Economia, linha Economia do Desenvolvimento, do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Email: gustavogoudard@gmail.com

² Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Email: fhbterra@ie.ufu.br

1. Introdução

A crise econômica recente trouxe à ordem do dia a necessidade de um conjunto maior de políticas econômicas além das já consagradas atuações fiscal, cambial e monetária. Os traumas causados pelos exageros financeiros que levaram à crise geraram o debate sobre quais novos mecanismos poderiam ser utilizados para se limitar a extensão das desregulações financeiras a bem de se evitarem as inflexões cíclicas e suas intensas consequências negativas sobre a produção, o emprego e a geração de riqueza. Nesse particular, a política macroprudencial ganhou maior destaque, seja na literatura sobre regimes de política econômica, seja em sua efetiva utilização por diversos países, dentre os quais o Brasil.

A política macroprudencial ainda é objeto de discussão inacabada na literatura econômica, a ponto de ainda não se ter, por exemplo, uma definição sobre se ela deve ser chamada propriamente de política macroprudencial ou apenas de medidas³. Entretanto, há certo consenso no debate, que diz respeito aos objetivos que norteiam a atuação estatal macroprudencial: ela visa, sobretudo, à supervisão e à regulação das instituições financeiras bancárias e não bancárias para contenção do risco sistêmico de insolvência do sistema financeiro. A lógica é que se arrefeçam, a bem de uma mais perene estabilidade financeira, as duas dimensões do referido risco, quais sejam, seu caráter pró-cíclico e seu entrelaçamento entre instituições domésticas e forâneas, dada a globalização financeira. Ademais à discussão ainda em aberto, o desenvolvimento da literatura relativa ao tema tem ocorrido sob bases pragmáticas que não se relacionam imediatamente às escolas ortodoxas ou heterodoxas da ciência econômica e, assim sendo, outra característica do debate sobre as macroprudenciais é a ausência de perspectiva teórica que substancie sua utilização, o que justifica o esforço do presente trabalho.

Por sua vez, a teoria institucionalista ressalta com constância as relações entre as esferas política e econômica da sociedade. Por exemplo, Zysman (1983) relaciona a forma pela qual diferentes desenhos institucionais do sistema financeiro, formatados sob ativa participação das políticas públicas, implicam formas divergentes de financiamento da economia. Ainda que de

³ De partida, um esclarecimento é necessário. No Brasil, convencionou-se chamar as macroprudenciais de medidas. Na literatura estrangeira, o *status* é o de política. Logo, qual o estatuto das macroprudenciais? Seriam elas uma política, compreendida como um regime sistematizado de uso dos instrumentos macroprudenciais, interconsistente com as outras políticas econômicas e levados a efeito por uma instituição específica? Ou seriam as macroprudenciais, ainda, apenas medidas dispersas e circunstanciais? Entende-se, neste trabalho, que as macroprudenciais podem ser consideradas uma política, com medidas intraconsistentes de regulamentação do sistema financeiro e interconsistentes com as outras políticas. Assim, as medidas macroprudenciais são as formas de atuação da política macroprudencial. A literatura internacional, seja a institucional, FMI (2011), *Bank of England* (2009), e BIS *et al* (2011), seja a acadêmica, Caruana (2010) e Gallati & Moessner (2010), também confere às macroprudenciais o estatuto de política.

controversa aceitação enquanto institucionalista aos moldes de Thorstein Veblen ou John Commons, North (1990) destaca a dinâmica institucional das sociedades como elemento central para o desenvolvimento econômico que elas alcançam. Para tanto, elementos de cunho político como a garantia dos direitos de propriedade e a manutenção da estabilidade dos contratos, garantiriam a redução dos custos de transação bem como a ampliação da eficiência econômica, levando à trajetórias profícuas de desenvolvimento. Samuels (2007) sumariza, a partir do conceito de *legal-economic nexus*, o modo pelo qual as políticas públicas resultam em diversas estratégias das firmas nos mercados, ao delimitarem os contornos que estas terão. Não obstante, o autor aponta que as empresas buscam modificar as políticas públicas para criarem vantagens competitivas em relação às suas concorrentes no intento de auferirem lucros extraordinários. Buscando construir uma conciliação entre as noções institucionalistas e pós-keynesiana de incerteza, Conceição & Ferrari-Filho (2001) argumentam que a ideia keynesiana de socialização de investimentos pode ser entendida como a construção, por meio de políticas públicas, de um ambiente institucional propício aos investimentos produtivos e que, desta forma, consiga arrefecer os movimentos cíclicos a que estão sujeitas as economias monetárias da produção – diga-se de passagem, assim chamada tanto por Keynes quanto por Veblen, como mostra Dillard (1980).

Portanto, não há novidade em utilizar-se da teoria institucionalista, em suas diversas acepções, para compreender como as políticas públicas constituem diferentes institucionalidades, resultando em comportamentos individuais diversos e, em última instância, em variadas trajetórias do sistema econômico. Instituições importam quando as empresas estão tramando suas estratégias de operação em busca do lucro. Assim, se as firmas financeiras percebem veios de atuação institucionalmente estáveis, isto é, que não estejam em vias de ser eliminados e que lhes pareçam lucrativos, elas se aventuram por estes caminhos, pois isso talvez lhes permita maior ganho. Em outras palavras, se os bancos e as empresas não bancárias se habituam a buscar inovações financeiras que os façam elidir da regulamentação das Autoridades Econômicas e lhes prometam maior retorno, eles iniciarão trajetórias de desenvolvimento de tais processos e produtos⁴.

Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é realizar uma leitura institucionalista da política macroprudencial. O argumento subjacente do artigo é que a referida política ao ser compreendida e incorporada a partir do arcabouço institucionalista, pode ser apreendida como criadora de institucionalidade que conforma um sistema financeiro mais estável. Ainda que atualmente dispersa, pois prevalece a ausência de um regime definido em termos de instrumentos, autoridades

⁴ A crise econômica recente é uma ilustração dos problemas que podem advir de inovações financeiras como os *Collateral Debt Obligation*, *Asset-backed Commercial Paper Conduits*, *Tender Option Bonds*, entre outros. Para exemplos, ver Krugman (2009).

executoras, metas intermediárias, argumentar-se-á que as macroprudenciais podem funcionar como uma política pública que restrinja operações financeiramente mais arriscadas das instituições bancárias e não bancárias, ajudando a inibir bolhas financeiras e seus consequentes ciclos econômicos. É importante salientar que Goudard & Terra (2013) serviram como inspiração à composição deste trabalho, pois os referidos autores realizarem uma leitura keynesiana da política macroprudencial. Nesse particular, este artigo segue linha semelhante, ansiando contribuir ao debate, porém, sob o ponto de vista da teoria institucionalista.

Assim sendo, a estrutura do artigo consiste em quatro seções, além desta introdução. Na próxima seção serão apresentadas as diversas abordagens da economia institucional. De empréstimo, serão aproveitadas, ainda, contribuições da teoria neoschumpeteriana, naquilo que se aproxima e complementa à teoria institucionalista e que contribua para a análise das macroprudenciais. Na terceira seção realizar-se-á uma revisão da literatura sobre a política macroprudencial, compreendendo suas origens, seus objetivos, seus instrumentos e suas interações com as demais políticas econômicas. Na seção quatro desenhar-se-á uma relação entre a segunda e a terceira seções, ou seja, a associação da política macroprudencial à perspectiva institucionalista. Por fim, são realizadas as considerações finais do trabalho.

2. Uma breve revisão das abordagens institucionalistas

Como destacam Samuels (1995) e Conceição (2002a), o pensamento institucionalista possui nas diversas abordagens existentes não um problema, mas uma fonte de riqueza, resultado das diferentes escolas que tratam o tema de forma nem sempre convergente. Neste ínterim, o próprio conceito de instituições acaba por ter várias acepções, por vezes até mesmo ambíguas. Sendo assim, por um lado, analisar a teoria institucionalista sob apenas um enfoque é empobrecer seu campo teórico e analítico, que tem na multiplicidade e na interação suas mais relevantes expressões. Por outro lado, tal complexidade impõe tanto certa dificuldade na exposição de todas as abordagens quanto riscos de julgamentos de que as perspectivas sejam incongruentes. Buscando resolver este imbróglio, sem perder de vista as virtudes do pluralismo de perspectivas, o método de apresentação deste artigo consistirá em traçar a história das abordagens, denotando a concepção de instituição que cada uma delas possui. Em particular, serão descritas as escolas do velho (ou antigo) institucionalismo, do neoinstitucionalismo e a nova economia institucional (NEI).

Conforme Hodgson (1993, 1998), Conceição (2002a, 2002b, 2008), Samuels (1995), Villeval (1995), entre outros, o pensamento institucionalista deriva do velho institucionalismo norte-americano de Thorstein Veblen, John Commons e Wesley Mitchel. Nestes, o conceito de

instituição centra-se no conjunto, e sua evolução, de hábitos, normas, valores, crenças, símbolos, padrões socialmente apreendidos e compartilhados que implicam determinados comportamentos individuais e sociais. Por isso, “instituição é definida como o resultado de uma situação presente, que molda o futuro através de processo seletivo e coercitivo, orientado pela forma como os homens veem as coisas, o que altera ou fortalece seus pontos de vista” (CONCEIÇÃO, 2002b, p. 609).

Hodgson (1993) caracteriza os antigos institucionalistas como evolucionários, chamando a atenção para o processo de causação cumulativa ascendente e descendente entre indivíduo e estrutura institucional. Neste sentido, considera-se importante compreender o processo de mudança institucional e não o equilíbrio estável que marca a posição neoclássica. Não por menos, para Veblen (1919) o institucionalismo é a “teoria do processo de mudança consecutiva, realizada de forma auto-continuada e auto-propagável e de forma infundável” (*apud* HODGSON, 2002, p. 116). Nesse particular, refutam-se, assim, as ideias neoclássicas de o indivíduo ser passivo, independente, inerte e com as preferências dadas (indo ao encontro do individualismo metodológico), bem como de ser a tecnologia dada.

Dentre as várias contribuições dos antigos institucionalistas, duas importantes para fins deste trabalho são *embeddedness* e *imbecile institutions*, categorias presentes na análise de Veblen. A primeira se refere à forma pela qual as instituições se enraízam. A se aproveitar Polanyi (1944), antes de se crivarem, as instituições surgem ou de maneira não intencional – também chamadas de instituições “orgânicas” –, por conta dos costumes e regras que emanam das interações individuais, ou intencionalmente – chamadas, também, de instituições “pragmáticas” –, colocadas a fim da resolução de algum conflito de interesse, seja ele individual, de grupo ou social. Uma vez percebida e compreendida, a instituição passa por um processo de aceitação social que pode se efetivar ou não, a depender da legitimidade e da valorização coletiva que ela receber. Caso a instituição seja incorporada no arranjo institucional, ela se torna *embedded*.

Por sua vez, esse enraizamento pode acontecer com instituições que, por fim, acabam por não construírem benefícios sociais. As *imbecile institutions*, conforme denominou Veblen (*apud* Arthur (1989)), constituídas intencional ou não intencionalmente, encerram resultados que atrapalham os sistemas em que estão inseridas. A título de ilustração, várias instituições financeiras, sejam elas firmas, sejam elas serviços financeiros, mostraram-se *imbecile institutions*, pois a despeito dos ganhos momentâneos que permitiram, acabaram por implicar prejuízos alaistrados para muito além do lado financeiro da economia.

Pois bem, após décadas de certo esquecimento, o institucionalismo foi resgatado na década de 1960 em dois novos *approachs*: o neoinstitucionalismo e a NEI. No primeiro há uma retomada mais estreita das ideias do antigo institucionalismo, com forte oposição ao neoclassicismo. Nesta

escola, que tem como representantes Hodgson, Samuels e Zysman, entre outros, a instituição é tanto hábito, tal qual Veblen, bem como a ação coletiva, consoante contribuição de Commons (1931). Nesta concepção, a partir de Hodgson (2002), pode-se argumentar que instituições são sistemas duráveis de regras sociais enraizadas e estabelecidas que estruturam as interações sociais⁵. A durabilidade delas nasce do fato de as instituições criarem estabilidade nas expectativas e nos hábitos, possibilitando pensamento, expectativa e ação ordenadas por impor forma e consistência às atividades humanas. Hodgson, contudo, destaca que mesmo uma noção de maior amplitude como ação coletiva, pode ser sintetizada em uma concepção mais fechada de instituições nucleada no conceito de hábito, que é “a propensão a se comportar de uma determinada forma em uma classe particular de situações” (2004, p. 652).

Os indivíduos são influenciados pelo ambiente institucional a que estão sujeitos (e nele se encontra a manifestação da ação coletiva) que lhes implicará diferentes predisposições, ou seja, hábitos diversos. Segundo Hodgson (2004), hábitos não são os comportamentos atuais dos indivíduos, mas são a capacidade ou propensão ativa e reativa que eles carregam para enfrentarem a complexidade, a alternância ambiental e a incerteza a que todos estão inerentemente circunscritos. Apreende-se, como alerta Hodgson, que hábito e comportamento, embora estreitamente associados “não são a mesma coisa. Se nós adquirirmos um hábito nós não o utilizamos o tempo todo. Um hábito é uma disposição a se colocar em um comportamento ou pensamento previamente adotado ou adquirido, engatilhado por um estímulo ou contexto apropriados” (2006, p. 6). Portanto, hábito é uma propensão a determinada forma de se pensar e comportar, sendo que os referidos atos expressam os hábitos, mas não são eles.

Assim, a ideia de hábito apreende todos os elementos seletivos e coercitivos a que o sujeito está subsumido e que, ademais, permitem compreendê-lo não como um mero dado mas enquanto multideterminado, ativo e que não pode ser reduzido à qualquer forma de atomismo teórico ou individualismo metodológico. Por conta disso, um tema proeminente no antigo institucionalismo é o de explicar a existência de instituições sociais, políticas, econômicas, culturais, em um modelo de comportamento individual que, contudo, não se subordina ao indivíduo, mas releva a interação humana e os resultados sociais dela.

É interessante notar que os hábitos não são apenas constrangimentos inibidores da ação, mas, pelo contrário, eles podem ser motivadores de atividade, pois criam estabilidade sócioinstitucional. Conforme Hodgson “instituições tanto constrangem como habilitam o comportamento. A existência de regras implica constrangimento. Contudo, a constrição pode abrir

⁵ Nesta acepção (que tem notável caráter histórico), exemplos de instituição são: a linguagem, a moeda, o sistema financeiro, o sistema de pesos e medidas, as firmas. Para mais, veja: Hodgson (2002).

possibilidades: ela viabiliza escolhas e ações que de outra forma poderiam não existir” (2006, p. 2). Nesse sentido, o processo coercitivo não se refere tão somente ao não se poder fazer, mas, principalmente, ao caminho mais estável que ação humana pode encontrar, pois ela se depara com uma trilha sedimentada pela qual se pode prosseguir ao mesmo tempo em que abre margem para que adjacências sejam exploradas (CONCEIÇÃO, 2002b).

Já o segundo *approach*, a NEI, tem como principais representantes os seguidores de Ronald Coase, tais como North e Williamson. Para estes, instituições são os mecanismos de ação coletiva que tentam ordenar o conflito entre os indivíduos e aumentar a eficiência dos negócios que, quanto melhores, mais levarão ao desenvolvimento econômico. A matriz institucional da sociedade são as regras do jogo inventadas pelos próprios indivíduos, sejam formais (politicamente deliberadas: leis, códigos, resoluções, normas), sejam informais (culturalmente estabelecidas, como convenções, moral e ética, princípios religiosos). As instituições relacionam-se fortemente com os modelos mentais, afinal são eles representações internas ao indivíduo criadas pelo sistema cognitivo para interpretar o ambiente externo, estruturando e ordenando-o. Ao serem estabelecidas, as instituições constroem o comportamento individual e terminam por ditar a *performance* econômica (NORTH, 1994).

Villevall (1995) define a NEI como sendo uma teoria de caráter funcional, pois em sua abordagem ela (i) foca na solução de problemas como incerteza e custos de transação, (ii) pretende a compensação das disfunções do mercado, (iii) estabelece limites aos comportamentos individuais, que podem ser oportunistas, entre outras proposições. Assim, a NEI acaba por relacionar-se, em âmbito geral, com a coordenação, caracteristicamente interativa, das ações individuais. A concepção institucional da NEI serve para estruturar a ordem social em um contexto de atribuições e informações assimétricas a bem da estabilização dos compromissos envolvidos com direitos de propriedade e, por consequência, das próprias expectativas individuais acerca da ação coletiva.

Essa perspectiva, dada sua ênfase em aspectos microeconômicos como custos de transação, oportunismo, direito de propriedade, aproxima-se mais da perspectiva neoclássica, situando-se no *mainstream* da ciência econômica. Nas palavras de North “o arcabouço analítico [da NEI] é uma modificação da teoria neoclássica. Ele retém as hipóteses fundamentais de escassez e, então, a competição e os instrumentos analíticos da teoria microeconômica. Ele modifica o pressuposto da racionalidade. Ele adiciona a dimensão temporal” (1994, p. 359). Por isso, alguns autores, como Hodgson (1998) e Dugger (1990), sugerem cautela à incorporação da NEI enquanto abordagem institucionalista genuína, já que a proximidade com o neoclassicismo – foco da oposição dos antigos institucionalistas – poderia fazer com que ela se afastasse do institucionalismo. Samuels (1995), em anteposição, acredita que a NEI, assim como o neoinstitucionalismo, forneceram

importantes contribuições ao paradigma institucionalista "quer de influência mais ortodoxa, quer mais heterodoxa" (CONCEIÇÃO, 2002b, p. 612).

Objetivando incorporar mais elementos teóricos que contribuam com a análise das macroprudenciais em termos institucionalistas, alguma referência à teoria neoschumpeteriana pode ser válida, na medida em que ela fornece elementos que ajudam a compreender o comportamento das instituições financeiras na busca que elas fazem de desenvolver inovações financeiras. A relação da teoria institucionalista com a evolucionária data desde Veblen, uma vez que Darwin o teria influenciado – dada a percepção de que "os instintos, hábitos e instituições exercem, na evolução econômica, papel análogo aos gens na biologia" (CONCEIÇÃO, 2002b, p. 609). Ademais, o fato de o institucionalismo (i) incluir *path dependency*, (ii) negar o pensamento da economia em torno do equilíbrio, (iii) enfocar o processo de mudança (econômica, tecnológica, institucional) numa visão temporal, histórica e dinâmica, e (iv) entender o caráter cumulativo da sociedade, o faz, em certo grau, evolucionário. Em linha com este argumento, Samuels (1995) aponta que a mudança tecnológica é a principal fonte de transformação do sistema econômico o que, por sua vez, pode ser interpretado como um dos caminhos pelos quais o arranjo institucional da sociedade altera-se.

As contribuições de Nelson (2002, 2008) buscaram compreender como as instituições auxiliam, ou atrapalham, a implementação de mudanças tecnológicas. Como se sabe, para Schumpeter (1947), o progresso tecnológico é o fator causador do desenvolvimento econômico e aspectos extraeconômicos, como fatores jurídicos, políticos e institucionais são limitadores da capacidade inovativa das empresas (POSSAS, 2006). Os movimentos institucionais e tecnológicos são interrelacionados de uma forma tal que a evolução institucional leva à progressão dos sistemas tanto quanto esta leva àquela, dinâmica que pode ser apreendida pela causação circular ascendente e descendente dos neoinstitucionalistas (HODGSON, 2000a, 2000b). Segundo North "é a interação entre instituições e organizações que molda a evolução institucional de uma economia. Se as instituições são as regras do jogo, as organizações [...] são os jogadores " (1994, p. 361). Em síntese, há uma causação circular entre matriz institucional, mudança tecnológica e desenvolvimento econômico e, por consequência,

há, para os evolucionários, forte interrelação entre desenvolvimento, crescimento, inovação tecnológica e aparato institucional, evidenciando que tais conceitos não podem ser compreendidos isoladamente. Se para eles, de um lado, as instituições não se constituem em unidade central de análise - como o fazem as abordagens institucionalistas -, de outro, são elementos indissociáveis do processo dinâmico de crescimento e mudança tecnológica (CONCEIÇÃO, 2002a, p. 139).

Considerando-se as inovações no sistema financeiro, Minsky (1986) destacou como a associação entre o cenário institucional em contínua mudança no sentido de maior

desregulamentação *vis-à-vis* instituições financeiras em constante busca de maiores lucros, resultou em rotinas de inovações financeiras. A administração de balanço das instituições bancárias consolidou-se caminho estratégico para que as firmas financeiras conseguissem tanto captar recursos em meios e prazos diversos quanto vender ativos de diversas naturezas. Aproveitando-se das contribuições de Nelson (2002, 2008) e de Possas (2006), pode-se inferir que as possibilidades de inovação das instituições do sistema financeiro dependem dos entraves e permissões colocadas pelas regulamentações das Autoridades Econômicas. Desta forma, os limites do mercado financeiro não se definem apenas pelos impactos que as vantagens competitivas construídas pelas estratégias bem sucedidas estabelecem sobre as outras concorrentes e sobre a demanda por crédito. As políticas públicas, seja ela a monetária, seja ela a macroprudencial, têm a capacidade de restringir ou incentivar alternativas competitivas, o que destaca o papel da relação entre instituições e os processos e produtos do sistema financeiro.

A exemplo, Krugman (2009) mostra que a crise econômica recente teve como coprotagonista as empresas do chamado sistema bancário à sombra (ou paralelo) que realizavam atividades típicas de instituições bancárias mas que, por conta do arranjo institucional regulamentador, não eram consideradas enquanto bancos e, portanto, estavam à sombra da regulação. Estas empresas desenvolveram serviços financeiros alavancados e encadeados com os bancos tradicionais, o que intensificou o efeito contágio da crise. Não fossem instituições permissivas a operações desta natureza, ou seja, propensões comportamentais como querem os neoinstitucionalistas e regras de jogo como argue a NEI, a bolha financeira geradora da crise talvez não alcançasse a magnitude que assumiu.

Pois bem, há diferentes concepções sobre o que são instituições e, assim como faz Fonseca (2003), procurar-se-á neste artigo apreender aquilo que cada escola tem a contribuir para o objeto em análise, isto é, as macroprudenciais. De acordo com Fonseca, os institucionalismos “embora diferentes, não chegam a ser incompatíveis, sendo que nada impede sua utilização conjunta em um estudo [...] principalmente por enfatizarem aspectos relevantes que a amplitude e a riqueza que o termo *instituição* pode abarcar” (2003, p. 135). Logo, mesmo diante da riqueza da diversidade, como se sumará uma noção de instituições que sirva aos propósitos analíticos deste artigo?

No que toca a inspiração dos antigos institucionalistas e dos neoinstitucionalistas, instituições são, principalmente, hábitos de dimensão individual e social que ao se interrelacionarem resultam em propensões de resposta comportamental mais ou menos estáveis dos agentes e implicam uma determinada estabilidade nos contornos sócioinstitucionais. De maneira nenhuma, as estabilidades acima significam equilíbrio, estática individual ou institucional. Há uma intensa circularidade causal entre sujeito e sociedade, aos moldes das causações ascendente e descendente,

que culminam em evolução institucional ao longo do tempo. A depender de condições estruturais ou, até mesmo conjunturais, a transformação institucional pode ocorrer de forma inopinada e crítica, alterando completamente o padrão institucional anterior. As empresas exercem papel fundamental nesse processo, pois realizam inovações tecnológicas que dinamizam a mudança institucional, como se pode inferir ao associarem-se as contribuições institucionalista e neoschumpeteriana. Logo, as instituições têm um caráter evolucionário.

Para além, aproveitando-se do desenvolvimento teórico da NEI, a construção e a estabilidade nos hábitos, quando referentes aos elementos que definem a esfera econômica, podem reduzir os custos de transação, contribuindo para a intensificação dos negócios e, enfim, para o desenvolvimento econômico. Tais elementos relevantes para a promoção de menores custos de transação não se restringem apenas à referida esfera, mas envolvem os âmbitos político, jurídico e inclusive cultural. Sobretudo, políticas públicas podem forçosamente, e com causação descendente que Hodgson (2000b) define como *top-to-bottom*, constituir hábitos, definir respostas comportamentais e diferenciar os custos de transação.

A título de ilustração, as medidas macroprudenciais alteram as formas pelas quais as instituições financeiras inovam. Uma mais intensa regulamentação contra ativos de maior risco e de menor benefício social estabelece regras que elevam os custos de transação neste tipo específico de negócio e, relativamente, reduz os custos de outras aplicações. A regulamentação pode habituar as instituições financeiras, portanto, a operarem serviços diversos, pois fatores políticos e jurídicos tornam-se instituições que delimitam as dimensões dos mercado mesmo sendo alheios a ele. Não é por menos que Conceição & Ferrari Filho (2001) denotam que a socialização de investimentos em Keynes, sob uma ótica institucionalista, dirá respeito à constituição de um ambiente de negócios cuja institucionalidade seja redutora da incerteza inerente às decisões de investimento produtivo. Por fim, é por isso que Zysman (1983) mostra que a institucionalidade dos mercados financeiros e as operações dos agentes bancários e não bancários dentro dela resulta em diferentes caminhos de financiamento da economia e, em última instância, de desenvolvimento econômico. Nesse sentido, políticas públicas que são, as macroprudenciais, se vistas por uma ótica institucionalistas, podem induzir diferentes hábitos, regras do jogo e custos de transação aos negócios do sistema financeiro, contribuindo para conferi-lo maior estabilidade. E é isso que será investigado nas próximas seções.

3. A política macroprudencial

A crise do *subprime* trouxe consigo o questionamento da lógica dos mercados eficientes, que postula que a manutenção do nível de preços garante, por si só, a estabilidade financeira e a

alocação eficiente dos recursos. Nesse cenário de crise, a política macroprudencial ganhou destaque e parece haver consenso atualmente, se não teórico, pragmático, de que se deva adotá-la para a manutenção da estabilidade do sistema financeiro. Segundo Clement, "um elemento essencial da resposta política à crise internacional é fortalecer a orientação macroprudencial de regulação e supervisão financeiras, ou seja, um foco maior sobre o sistema financeiro como um todo e sua ligação com a macroeconomia" (2010, p. 59). Sobre isso, Galati & Moessner (2010, p. 2) destacam:

há uma falha em apreciar quão agressiva é a tomada de riscos de diferentes tipos de instituições financeiras - contra o pano de fundo de robusta *performance* macroeconômica e baixas taxas de juros - que suportaram um massivo crescimento nos balanços do sistema financeiro [...] Houve, ainda, insuficiente reconhecimento sobre o papel da inovação e desregulamentação financeira em ampliar a explosão creditícia e os desequilíbrios financeiros, além das suas consequências sobre a economia real.

O termo macroprudencial surgiu, segundo Clement (2010), em fins de 1970 em documentos não publicados e a partir de 1980 em referências publicadas, época em que "as Autoridades estavam cada vez mais preocupadas com as implicações para a estabilidade macroeconômica e financeira devidas ao rápido ritmo de empréstimos aos países em desenvolvimento, necessitando examinar [novas] opções políticas" (CLEMENT, 2010, p. 60). Em seu início, a perspectiva macroprudencial centrava-se em um âmbito microeconômico, em que se analisam instituições individualmente. A ampliação do escopo para o macroprudencial decorreu de as medidas microprudenciais não se mostrarem eficazes e conduzirem a erros analíticos, pois enquanto o crescimento individual de um banco parecia sustentável, o sistema em agregado poderia não o ser, de forma que instabilidades que recaíam sobre o mercado não eram óbvias em nível microprudencial. O Quadro 1, a seguir, denota a diferença entre as lógicas macro e microprudencial.

Como se pode ver, a nível macro engloba-se o sistema financeiro como um todo, enquanto que o micro se preocupa com instituições individuais ou clientes em separado e, nesse particular, os objetivos, as preocupações, os riscos e, por conseguinte, os instrumentos tornam-se diferentes entre os âmbitos. Saliente-se que para FMI (2011), a lógica macroprudencial é, além de uma evolução, um complemento da microprudencial e que, na prática, é difícil delinear uma clara separação entre os níveis prudenciais de tal modo que independente da diferença entre eles, a estabilidade financeira é uma responsabilidade comum deles, o que "reflete o longo alcance [e a gravidade] das consequências de uma crise" (FMI, 2011, p. 10).

Quadro 1 - Perspectivas micro versus macroprudencial

	Macroprudencial	Microprudencial
Objetivo imediato	Limitar o risco de todo o sistema financeiro	Limitar o risco de instituições individualmente
Objetivo final	Evitar custos macroeconômicos devidos à instabilidade financeira	Proteger o depositante
Caracterização do risco	Endógeno (depende do comportamento coletivo)	Exógeno (independe do comportamento dos agentes)
Correlações e exposições comuns às instituições	Importante	Irrelevante
Calibragem de controles prudenciais	Em termos de riscos sistêmicos	Em termos de riscos de cada instituição

Fonte: Elaboração própria a partir de Borio (2003).

3.1 Objetivos da política macroprudencial

Em âmbito geral, pode-se dizer que a política macroprudencial visa à estabilidade financeira, ao controle do risco sistêmico e, por conseguinte, à regulação do ciclo econômico que pode decorrer de crises iniciadas no mercado financeiro. Entretanto, não há acordo em relação à definição do que seria a referida estabilidade e o perfil do risco. A discussão na literatura separa-se entre os postulantes do risco exógeno, dado por comportamentos fragilizados alheios ao mercado, mas que sobre ele impactam, e os que advogam o risco endógeno, tal qual debatido em termos de Minsky (1986) e Keynes (1964). Assim, é possível separar as diferentes visões em dois grandes grupos, “o primeiro define estabilidade financeira em termos da robustez do sistema financeiro a choques externos [...]. O segundo enfatiza a natureza endógena das dificuldades financeiras e descreve a estabilidade em termos de sua resiliência a choques originados dentro do sistema financeiro” (GALATI & MOESSNER, 2010, p. 5).

Consoante Brunnermeier *et al.* (2009), um objetivo central da macroregulação é contrabalancear o natural declínio do risco calculado em uma fase de expansão e o subsequente crescimento dele em uma fase descendente. De acordo com o *Bank of England* (2009), a política macroprudencial deve ter como meta o fornecimento estável de serviços de intermediação financeira para a economia, tentando evitar o ciclo ascensão-declínio na oferta de crédito e liquidez, porém, ela não deveria ser usada para evitar bolhas e desequilíbrios em geral. Landau (2009), por sua vez, argumenta que evitar bolhas é um possível encargo da macroprudencial. Para Caruana (2010), o objetivo é reduzir os riscos sistêmicos abordando explicitamente as interligações e exposições entre todos os agentes e o caráter pró-cíclico do sistema financeiro. Por fim, Perotti e Suarez (2009) veem a política macroprudencial com a meta de desencorajar estratégias bancárias

individuais que causem riscos sistêmicos, ou seja, uma externalidade negativa sobre o sistema financeiro. Enfim, o controle do risco sistêmico e da instabilidade do sistema financeiro são os objetivos mais reiterados da política macroprudencial.

3.2 As duas dimensões do risco sistêmico e os instrumentos macroprudenciais

Há duas dimensões do risco sistêmico: a *time* e a *cross-sectional dimensions*. A *time dimension*, diz respeito à como o risco evolui ao longo do tempo, enquanto que a dimensão *cross sectional* trata de como o risco é distribuído nas instituições do sistema financeiro doméstico e/ou externo (quando envolvem transações com o resto do mundo, a dimensão *cross sectional* pode ser chamada *cross border*) (CROCKETT, 2000). De acordo com BIS *et ali* (2011, p. 2), no *time dimension* "a questão chave é mitigar ou amortecer o caráter pró-cíclico do sistema financeiro". Para a dimensão *cross-sectional* busca-se reduzir as concentrações de exposições de instituições financeiras em termos de suas interconexões com outras instituições. Nessa lógica, o foco é que existam ferramentas que calibrem a significância sistêmica de instituições individuais considerando-se a contribuição delas para espalhar seus problemas para o sistema. Por fim, Clement (2010) salienta que o debate sobre a política macroprudencial focou, até o início da crise, no problema do *time dimension* e, mais recentemente, a dimensão *cross-sectional* ganhou espaço, principalmente como resultado das preocupações com as grandes instituições, associadas ao *too big to fail problem*.

Como boa parte do que se tem falado sobre a macroprudencial, ainda não se percebe um consenso na literatura em relação aos seus instrumentos. Uma série de medidas foi investigada sem identificar um instrumento primário e sem se criar uma taxonomia padrão. Para além, a distinção entre as medidas macroprudenciais e outras políticas econômicas não é simples, afinal

Uma dificuldade em se delinearem os limites da política macroprudencial é que outras políticas públicas também afetam a estabilidade financeira. Embora a principal responsabilidade por garantir a estabilidade do sistema financeiro precise repousar sobre a política macroprudencial, outras políticas devem ser capazes de completá-la. Não importa o quão diferente os mandatos políticos sejam estruturados, abordar a estabilidade financeira e o risco sistêmico devem ser responsabilidades comuns (FMI, 2011, p. 9).

Dada a dificuldade de uniformização dos instrumentos que podem ser considerados macroprudenciais, BIS *et ali* (2011) criaram duas categorias possíveis: (1) instrumentos especificamente concebidos para mitigar as *time* ou *cross sectional dimensions* do risco sistêmico e (2) mecanismos desenvolvidos para outros fins, mas que podem ser adaptados para serem macroprudenciais. Exemplos destes últimos são: as reservas compulsórias, que controlam a liquidez

e podem ser utilizadas para atenuar o risco sistêmico, bem como controle de capitais, que confere independência à taxa de juros da política monetária em relação aos fluxos internacionais de capital tanto quanto é uma ferramenta para a consecução da estabilidade financeira. Abaixo, o Quadro 2, sintetiza as principais ferramentas da política macroprudencial. Em geral, elas se resumem em medições, monitoramentos, relatórios, divulgações, regulamentações e limites que reduzem o risco sistêmico. Em cada um dos instrumentos há diversas medidas específicas de regulamentação para serem seguidos pelas instituições financeiras.

Quadro 2 – Instrumentos macroprudenciais

Medições de riscos	
Instituições Financeiras	Medidas de risco calibradas através ou ao longo do ciclo.
Autoridade Supervisora	Condicionalidade cíclica na classificação de supervisão de empresas; medidas de vulnerabilidade sistêmica como base para a calibragem de instrumentos prudenciais; comunicação de vulnerabilidade sistêmica; aplicação de testes de <i>stress</i> .
Relatórios financeiros	
Normas contábeis	Menor utilização das normas contábeis pró-cíclicas.
Filtros prudenciais	Ajuste de dados contábeis para calibrar os instrumentos prudenciais; normalização ou suavização das medidas macroprudenciais através de médias móveis.
Publicidade	Divulgações dos vários tipos de risco.
Capital regulatório	
Sobretaxa de capital sistêmico; reduzir a sensibilidade dos requisitos de capital para o ponto atual no ciclo; requisições de segurança dependentes do ciclo econômico para provisão de estoque de capital das instituições financeiras; necessidades de capital regulatório para tipos específicos de exposição; conexão entre revisão da supervisão e estado do ciclo.	
Fundo de liquidez	
Requerimentos de liquidez dependentes do ciclo; limites de concentração bancária, de tomador, de tipo de empréstimo ou de fonte de recurso; controle de empréstimos e requerimentos de reserva em moeda estrangeira para restringir a exposição externa.	
Acordos de garantia	
Prazo variável e conservadorismo máximo em relação ao valor do empréstimo; metodologias de avaliação para efeitos de garantia; extensão do limite de crédito com base em aumentos nos valores de ativos; requerimento de margens de segurança ao longo do ciclo.	
Limites de concentração de riscos	
Limites quantitativos no crescimento dos tipos específicos de exposição; acréscimo de taxa de juros sobre determinados tipos de empréstimos.	
Esquemas de compensação	
Diretrizes conectando a <i>performance</i> relatada de pagamentos com uma mensuração <i>ex ante</i> de risco de longo prazo; ampliação do capital social com lucros obtidos.	
Restrições na distribuição de lucros	
Limites de pagamentos dos dividendos nos tempos bons para auxiliar na construção de amortecedores de capital nos momentos recessivos.	

Quadro 2 – Instrumentos macroprudenciais (continuação)

Restrições na distribuição de lucros
Limites de pagamentos dos dividendos nos tempos bons para auxiliar na construção de amortecedores de capital nos momentos recessivos.
Mecanismos de seguro
Aportes de capital para contingências; seguro para o risco sistêmico médio financiado por taxas relacionadas ao crescimento dos ativos bancários acima de certo limite; depósitos de seguro com prêmio sensível ao risco sistêmico e pontuado por parâmetros microeconômicos.
Gestão de falhas e resoluções
Pontos de gatilho para intervenção de controle mais rígido em "booms".

Fonte: Elaboração própria a partir de Galati & Moessner (2010).

3.3 Interação com outras políticas econômicas e o desenho institucional

Um ponto importante no desenho macroprudencial é a relação dela com outras políticas econômicas, notadamente a monetária, cambial e fiscal. Para Blanchard *et ali* (2010), a interação se reforçou com a eclosão da crise econômica, pois os objetivos da política monetária começaram a ser colocados em cheque, assumindo que a política monetária deveria buscar não apenas a estabilidade de preços, mas também precisaria se dedicar a influenciar variáveis reais da economia além de combater os desequilíbrios financeiros.

Para tanto, as macroprudenciais seriam complementares à política monetária, ainda que para casos excepcionais, como destaca Bernanke (2011). Em linha com essa visão, Borio e Drehmann (2009) sugerem que a política monetária também se preocupe com os desequilíbrios financeiros, haja vista que deixar a instabilidade financeira a cargo apenas da política macroprudencial seria oneroso e difícil. Não obstante, a própria sistemática da macroprudencial interage com a política monetária para a estabilidade de preços, pois tais medidas podem administrar o nível de liquidez, a expansão do crédito, o fluxo de capitais e o preço dos ativos, sendo, todos estes, mecanismos de transmissão da política monetária. Assim, a inflação estará, ao menos em parte, sob possibilidade de maior controle e, como resultado, reduz-se a sensibilidade inflação dos juros.

Outro ponto importante é escolher como esta coordenação deve ser realizada, afinal as duas políticas são, ao mesmo tempo, complementares e substitutas, fazendo com que, em alguns momentos, haja utilização conjunta para alcançar a meta estipulada e, em outros, não exista necessidade de que elas sejam utilizadas para tanto (GALATI & MOESSNER, 2010). Nesta lógica vale citar, por fim, que um sistema financeiro bem estruturado é um pré-requisito para uma política monetária eficaz tanto quanto a qualidade da moeda o é para uma política macroprudencial efetiva. Um sistema financeiro mal desenvolvido enfraquece a política monetária e pode sobrecarregar as Autoridades responsáveis bem como uma moeda de má qualidade pode facilmente provocar instabilidade financeira e anular os esforços prudenciais (BORIO & SHIM, 2007).

A complementaridade entre as macroprudenciais e a política cambial é mais perceptível, uma vez que elas assumem a forma de ações normativas que controlam os fluxos de capital internacional, mormente financeiros. Os controles de capitais buscam reduzir a exposição externa tanto pela dimensão pró-cíclica dos fluxos quanto pelo entrelaçamento global dos estoques de ativos e passivos entre as instituições financeiras. A volatilidade inerente aos movimentos dos fluxos especulativos é reduzida, de forma que (i) o câmbio se torna mais estável e de mais fácil administração, (ii) tem-se maior previsibilidade no setor externo, viabilizando que se antecipem riscos de crise cambial, (iii) diluem-se os efeitos *pass-through* do câmbio para os preços domésticos (iv) permite-se maior flexibilidade à administração da política cambial, pois, o conjunto de regulamentações pode ser alterado de acordo com a conjuntura, ou seja, pode se ter uma atuação contra-cíclica da Autoridade Cambial, que enfrente o caráter pró-cíclico dos fluxos de capital.

Por fim, pode-se ainda destacar a interação com a política fiscal. Na medida em que a política macroprudencial permite reduzir a sensibilidade dos juros básicos de uma economia, elas tendem a tornar a estrutura a termo de juros mais estável, o que contribui para que os encargos financeiros da dívida pública sejam, no mínimo, mais gerenciáveis ao longo do tempo, pois tal formato da curva de juros melhora a administração da dívida pública, em termos de um perfil de remuneração mais antecipável. Saliente-se, ainda, uma coordenação entre as políticas macroprudencial, cambial e fiscal, em que a colocação de macroprudenciais no mercado cambial, gerencia os fluxos de capitais, reduzindo o risco cambial para os países que não conseguem emitir dívida externa em moeda própria, por conta da diminuição da volatilidade cambial, reduzindo os custos fiscais de rolagem, amortização e juros.

O que se percebe é que os objetivos da política macroprudencial acabam por, direta ou indiretamente, auxiliar a condução das demais políticas econômicas seja aumentando a harmonia, eficácia e independência delas, seja promovendo a estabilidade financeira. Contudo, embora a complementaridade entre as políticas seja patente, o desenho institucional da política macroprudencial é ainda controvertido. Entre os pontos debatidos destacam-se (i) o problema da Autoridade Macroprudencial, ou seja, se tal instituição deve ser a própria Autoridade Monetária ou outra instituição (LASTRA, 2003, BLANCHARD *et al.*, 2010 e FMI, 2011); (ii) a necessidade de transparência e prestação de contas por parte de uma instituição com agentes de fora e de dentro do governo, a fim de garantir uma operacionalização eficaz e imparcial; e (iii) a criação de cooperação internacional, com normas que evitem a arbitrariedade entre os países, garantindo uma maior estabilidade financeira global⁶.

⁶ Para saber mais sobre o quadro institucional de alguns países, veja FMI (2011).

4. Política macroprudencial: uma leitura institucionalista

Um primeiro passo para uma interpretação institucionalista das macroprudenciais pode ser dado com base, na verdade, na perspectiva neoschumpeteriana, a partir da qual se pode entender as inovações financeiras realizadas pelas instituições bancárias e não bancárias como mudanças tecnológicas *à la* Schumpeter (1947) e Dosi (1988). A introdução de inovações financeiras é uma prática rotineira das empresas do sistema financeiro e servem como estratégias competitivas na busca pelo maior lucro possível, por crescimento e sobrevivência ao longo do tempo. Tais inovações não são essencialmente nocivas à estabilidade financeira e, por consequência, ao sistema econômico, como mostra Zysman (1983) porém, podem sê-lo, desde que, por um lado, os novos produtos e processos financeiros tenham perfil por demais arriscado e, por outro lado, aconteçam em um arranjo institucional pouco inibidor do risco sistêmico. A conjunção entre risco e desregulamentação, contudo, implicou em a instabilidade econômica ser “o resultado de um sistema financeiro frágil que emergiu a partir de alterações cumulativas nas relações financeiras e das instituições ao longo dos anos subsequentes à Segunda Guerra” (MINSKY, 1986, p.5).

Isso não quer dizer que os agentes no sistema financeiro burlem a legislação, mas significa que dela estão aproveitando-se, desviando-se ou situando-se à margem e construindo hábitos que definem um cenário de maior fragilidade. Ademais, por ocorrerem dentro dos limites do mercado financeiro, inspiradas pela lógica da busca de lucros monetários extraordinários, as inovações financeiras são endógenas ao sistema econômico. Por oferecerem ganhos não somente aos seus emissores, mas também aos seus detentores, elas acabam por ser rapidamente incorporadas aos *portfólios* de ativos dos investidores financeiros, espalhando-se pelo sistema financeiro em entrelaçamentos domésticos e globais.

Portanto, um sistema financeiro propenso à instabilidade resultará de uma matriz institucional que permite ativos financeiros arriscados, que viabilizam a alavancagem de recursos em natureza pró-cíclica, que se concentram em curto prazo, que são rapidamente negociáveis, e possibilitam séries de derivativos financeiros em nível doméstico e global, entre outros atributos de risco. Logo, em uma leitura institucionalista, pode-se afirmar que as propensões comportamentais – ou seja, os hábitos – dos agentes no mercado financeiro, quando circunscritos à matrizes institucionais pouco restritivas de oportunismos, tornam o sistema financeiro bastante mais propenso a desequilíbrios, ilustrando o cassino a que Keynes (1964) aludiu que se tornou o mercado financeiro moderno.

Tanto os antigos institucionalistas, quanto os neoinstitucionalistas, e até mesmo a NEI – com sua dita aproximação neoclássica – apontam que o mercado, inclusive o financeiro, não é

autossuficiente e nem autorregulado, indo de encontro à ideia neoclássica de mercado puro em que há a alocação eficiente de recursos. Ele é, na realidade, determinado pela estrutura institucional das sociedades, o que significa que "[o] mercado apenas dá cumprimento às instituições predominantes" (CONCEIÇÃO, 2002a, p. 126), tornando-se o que é e desempenhando suas funções específicas por causa das instituições que operam enquanto controle social e se formam e operam através dele (SAMUELS, 1995). As macroprudenciais são capazes, portanto, de constituir dois tipos de institucionalidade aos mercados financeiros: em nível agregado, condicionará os contornos do sistema financeiro, tornando-o mais ou menos acessível à especulação. Em nível particular, por serem regras do jogo, elas constroem hábitos individuais, sejam dos credores ou dos devedores, criando um quadro de incentivos e constrangimentos (ZYSMAN, 1994). Salienta-se, assim, a relação micro-macro, indivíduo e todo, que é peça chave no paradigma institucionalista, como aponta Hodgson (1998, 2004).

Nesse particular, ressalte-se que a política macroprudencial é restritora de atividades financeiras especulativas. Da mesma forma que os ativos financeiros arriscados, as regulamentações macroprudenciais, ao serem legitimadas, politicamente deliberadas e terem como finalidade última o bem comum, tornam-se enraizadas, isto é, *embeddedness*, nos hábitos dos agentes, que passarão a incorporar a presença delas em suas tomadas de decisões. Daí a importância do Estado e de suas políticas públicas que ocupam posição social privilegiada por possuir legítimo poder legislador e garantidor das normas. Nas palavras de North “instituições formam a estrutura de incentivos da sociedade; em consequências, as instituições econômicas e política são os determinantes subjacentes da *performance* econômica” (1994, p. 359).

As instituições que dão sustentação às inovações financeiras e que intensificam a possibilidade de crises podem ser vistas, na acepção de Veblen, como *imbecile institutions*. Nesse sentido, pode-se incorrer em um caso de *lock-in*, como colocado por Arthur (1989), já que são mudanças técnicas custosas de serem revertidas, fazendo necessária a criação de instituições ou adaptação das já existentes, uma vez que o progresso financeiro não se deu de forma socialmente satisfatória. Logo, é possível que a imposição de macroprudenciais cause, no curto prazo, efeitos negativos, uma vez que o setor financeiro é peça fundamental da dinâmica capitalista e pode buscar retaliar as Autoridades Econômicas ou pode demorar a se adequar às novas regras de condução de suas operações e de suas estratégias competitivas. Mas, a ideia é que se procure, no médio e longo prazos, dar uma feição de estabilidade enraizada ao sistema financeiro.

Some-se a isso o papel fundamental cumprido pelo tempo e pela cumulatividade da evolução institucional. Por um lado, é ao longo do tempo que ocorrem as mudanças sociais e econômicas e é nele que se tem o processo de aprendizagem humano moldando a evolução

institucional. A relação entre as regras do jogo (a macroprudencial) e as instituições financeiras (os jogadores) configura os contornos da evolução institucional. Segundo Veblen (1899), a situação de hoje molda o amanhã a partir de um processo coercitivo e seletivo, atuando sobre a visão habitual das coisas pelo homem, o que pode alterar o ponto de vista ou a atitude mental que ele herda do passado. Isso significa dizer que no bojo de sua evolução, as instituições são cumulativas. Nesse particular, confirma-se que a restrição macroprudencial pode ser realizada com a estrutura de regulamentação hoje existente, porém, isso nem sempre é possível dada a cumulatividade, que exigirá alterações de maior envergadura na matriz de regras para se estabelecerem novos caminhos ao desenvolvimento do sistema financeiro.

As inovações financeiras, bem como os seus resultados, via de regra, não podem ser conhecidas *ex ante*. Resulta-se, então, na "impossibilidade de se traçarem precisamente as consequências das ações" (DOSI, 1988, p. 222). Por conta disso, as macroprudenciais devem estar em constante adaptação, em consonância com a lógica da causação circular, acompanhando o caráter evolucionário do sistema econômico, de uma forma tal que as Autoridades Econômicas preocupem-se "com o processo da mudança estrutural das relações financeiras sobre a estabilidade [...] guiando a evolução das instituições, favorecendo a ampliação da estabilidade e desencorajando instituições e práticas que colaborem para o aumento da instabilidade" (MINSKY, 1986, p. 314).

O marco regulatório dos sistemas financeiros conforma um fator de ordem política e jurídico, as regras do jogo conforme North (1994), que delimita as possibilidades de colocação de estratégias competitivas dos agentes nos mercados além de implicar maiores ou menores custos de transação para determinados ativos. Assim sendo, a macroprudencial limita as possibilidades oportunistas dos indivíduos e das empresas nos mercados financeiros além de poderem intensificar a troca de informações assimétricas nos negócios que ali se travam.

Interessante notar que a política macroprudencial atua sobre os níveis individual e social, pois regram o comportamento propenso a risco dos agentes que, em associação com estratégias de mesma natureza das instituições financeiras, implicam maior probabilidade de se incorrer em riscos sistêmicos. Não há, como se apontou nas lógicas micro e macro da política prudencial, uma dissociação entre os âmbitos da parte e do todo. Uma instituição *too big* pode falhar e trazer consigo toda uma série de instituições com quem realizou negócios. Não obstante, o efeito contágio e a crise de desconfiança, à luz de Keynes (1964), se traduzem em menor ritmo de atividade econômica. Logo, a quebra de uma ou poucas empresas pode contaminar todo o sistema econômico. Como sua própria evolução história mostrou, a política macroprudencial atua na interação entre parte e todo.

Enfim, os recentes debates sobre macroprudenciais são compatíveis com as abordagens institucionais em suas variadas perspectivas e suas consequentes acepções sobre o conceito de instituições – de hábitos a regras do jogo. A literatura especializada em macroprudenciais não sugere a relação entre os instrumentos e a teoria institucionalista. Porém, tal aproximação teórica é pertinente, pois não há qualquer divergência lógica ou teórica, o que possibilita dar robustez aos argumentos a favor das macroprudenciais como política pública de natureza econômica que objetive a estabilidade das economias capitalistas. Se a intenção das políticas econômicas é reduzir as instabilidades inerentes ao sistema econômico, é preciso que as instituições mudem e para tanto as macroprudenciais são ferramentas capazes de dar dinâmica institucional aos mercados.

5. Conclusão

Debruçar-se sobre essa política econômica, a macroprudencial, a partir deste referencial teórico, institucionalista, se mostra uma tarefa não só importante, mas também necessária, dadas as exigências impostas pelas instabilidades econômicas recentes – em que pese a crise de 2008. Nesse sentido, tanto Hodgson (2009, p. 3) quanto Borio (2010, p.1), parafraseando Friedman⁷, destacam esse avanço nos dois estudos ao afirmarem já na introdução dos referidos trabalhos que "*we are all institutionalists now*" e "*we are all macroprudentialists now*", respectivamente.

Não se quer denotar neste trabalho, no entanto, que as macroprudenciais são a solução última para os problemas financeiros que assolam as economias capitalistas modernas, marcadas por intensa e globalizada troca de fluxos de capitais financeiros. Não por menos se ressaltou a importância da coordenação das políticas econômicas. Neste sentido, embora pareçam ser instrumentos eficientes de política econômica, e não obstante estejam há muito presentes na literatura econômica, muitos ainda são os desafios das macroprudenciais. Entre estes, figuram (i) definição mais precisa de seus objetivos, (ii) aprofundamento da elaboração de instrumentos (em especial os relacionados às medições e monitoramentos de riscos sistêmicos) e da compreensão dos canais de transmissão dos efeitos das macroprudenciais; (iii) elaboração de um quadro institucional e mecanismos apropriados de governança que possibilitem a utilização constante e efetiva das medidas de natureza macroprudencial sem que a Autoridade responsável sofra retaliações por parte do sistema financeiro; e, por fim, (iv) criação de uma cooperação internacional que garanta a eficácia das ferramentas macroprudenciais num mundo globalizado.

⁷ Em sua frase "*we are all keynesians now*" (apud BORIO, 2010).

As macroprudenciais são tema ainda controvertido e, baseando-se na revisão de literatura realizada neste trabalho, diagnostica-se a falta de uma base teórica que as sustentem. Resta-a, assim, uma aparente perspectiva de neutralidade que a deixa sob uma análise pragmática. No entanto, é possível concluir, como se buscou no presente trabalho, que a política macroprudencial é consistente com o pensamento institucional em suas diversas correntes. Em específico, as macroprudenciais são políticas públicas de natureza econômica com viés regulatório a fim de alcançar estabilidade no sistema financeiro e, assim sendo, ela pode ser um importante instrumento para restringir trilhas potencialmente instáveis no sistema financeiro tanto quanto nele estimular caminhos mais profícuos ao financiamento com estabilidade.

Logo, a política macroprudencial é um possível caminho para que a fragilidade financeira e o risco endógeno sejam limitados a partir de uma mudança institucional que pode levar a uma transformação estrutural. Por consequência, a preferência pela liquidez das instituições bancárias não responderá apenas às suas análises pró-cíclicas, mas, à uma instituição regulamentadora. Sem dúvidas, pode ser este um caminho viável para limitar os riscos sistêmicos colocados pelas estratégias competitivas e pelas inovações financeiras que resultam em posições alavancadas e financeiramente fragilizadas dos agentes, especialmente se, como no paradigma institucional, creditarem-se às instituições (em seu amplo sentido) e às mudanças tecnológicas o principal guia da *performance* da economia.

Referências Bibliográficas

- ARTHUR, W. B. *Competing technologies increasing returns and lock-in by historical events*. Economic Journal, 99, March: 116-131, 1989.
- BANK OF ENGLAND. *The role of macroprudential policy*. Bank of England Discussion Paper, November, 2009.
- BERNANKE, B. S. *Implementing a macroprudential approach to supervision and regulation*. 47th Annual Conference on Bank Structure and Competition. Illinois, 2011.
- BIS *et al.* *Macroprudential policy tools and frameworks - update to G20 finance ministers and Central Bank governors*. 2011.
- BLANCHARD, O. DELL'ARICCIA, G. MAURO, P. *Rethinking Macroeconomic Policy*. International Monetary Fund, 2010.
- BORIO, C. *Towards a Macroprudential framework for financial supervision and regulation?*. CESifo Economics Studies, vol. 49, 181-215, 2003.
- _____. *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*. BIS Working Papers, 22 July, 2010.
- BORIO, C. E.V. & DREHMANN, M. *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Papers, no 284, June, 2009.
- BORIO, C. E. V, SHIM, I. *What can (macro)-prudential policy do to support monetary policy?*. BIS Working Papers. Switzerland, 2007.
- BRUNNERMEIER, M. & SANNIKOV, Y. *A macroeconomic model with a financial sector*. Princeton University, November, 2009.
- CARUANA, J. *Macroprudential policy: working towards a new consensus*. Remarks at the high-level meeting on "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy" BIS; Financial Stability Institute; IMF : Washington, 2010.
- CLEMENT, P. *The term "Macroprudential": origins and evolution*. BIS Quarterly Review, 2010.
- COMMONS, J. R. Institutional Economics. American Economic Review, vol.21, pp.648-657, 1931.
- CONCEIÇÃO, O. A. C. O conceito de instituição nas modernas abordagens institucionalistas. Revista de Economia Contemporânea, vol.6, n.2, jul-dez. p.119-146, 2002a.
- _____. A relação entre o processo de crescimento econômico, mudança e instituições na abordagem institucionalista. Revista ENSAIOS FEE. Vol. 23, Número Especial, 1º Encontro de Economia Gaúcha PUCRS-FEE, p. 603-620, 2002b.
- _____. Além da Transação: uma comparação do pensamento dos institucionalistas com os evolucionários e pós-keynesianos. Revista de Economia, ANPEC, set-dez, 2008.
- Conceição, O. A. C.. & FERRARI FILHO, F. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? *Nova Economia*, v. 11, n. 1, p. 99-122, 2001.
- CROCKETT, A. *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability*. BIS Speeches, 21 September, 2000.
- DILLARD, D. A monetary theory of production: Keynes and the Institutionalists. *Journal of Economic Issues*, vol. 14, nº 2, p. 255-273, 1980.
- DOSI, G. *The nature of the innovative process*. In: DOSI, G. *et al* (eds.). Technical Change and Economic Theory. London, Pinter Publishers, 1988.
- DUGGER, W. *The new institutionalism: new but not institutionalism*. Journal of Economic Issues, v. 24, n. 2, p. 423-431, Jun. 1990.
- FONSECA, P. C. D. Sobre a Intencionalidade da Política Industrializante no Brasil na Década de 1930. In: *Revista de Economia Política*, São Paulo, jan/mar 2003, n. 89, p.133-148.
- GALATI, G., MOESSNER, R. *Macroprudential policy - a literature review*. DNB Working Paper nº 267, 2010.

- GOUDARD, G. C. & TERRA, F. Medidas macroprudenciais: um debate essencialmente keynesiano. *Anais do VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Vitória: UFES/AKB, 2013.
- HODGSON, G. M. *Institutional economics: surveying the 'old' and the 'new'*. *Metroeconomica*, v. 44, n. 1, p. 1-28, 1993.
- _____. *The approach of institutional economics*. *Journal of Economic Literature*, v. 36, p. 166-192, mar. 1998.
- _____. *The Hidden Persuaders: institutions and choice in economic theory*. Seminário "A situação atual da microeconomia: uma perspectiva metodológica". Programa de Doutorado em Desenvolvimento Econômico, UFPR, Curitiba, 16-17 out, 2000a. (Anais).
- _____. What is the essence of institutional economics? *Journal of Economic Issues*, v. 34, nº. 2, p. 317-29, 2000b.
- _____. *The Evolution of Institutions: An Agenda For Future Theoretical Research*. *Constitutional Political Economy*, 13, p. 111-127, 2002.
- _____. Reclaiming habits for institutional economics. *Journal of Economy and Psychology*, n. 25, p. 651-660, 2004.
- _____. *What are institutions?* *Journal of Economic Issues*, vol. XL, nº 1, mar, p. 1-25, 2006.
- _____. Institutional Economics into Twenty-First Century. *Studii e Note di Economia*, v. XIV, n. 1, 2009, pp. 03-26.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI). *Macroprudential policy: an organizing framework*. International Monetary Fund, 2011.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Nova York: HBJ, 1964.
- KRUGMAN, P. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- LANDAU, J. P. *Bubbles and macroprudential supervisor*. Remarks at the Joint conference on "The Future of Financial Regulation"; Banque de France and Toulouse School of Economics (TSE), Paris, January 28th, 2009.
- LASTRA, R. *The governance structure for financial regulation and supervision in Europe*, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 10, p. 49-68, 2003.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press: Nova York, 1986.
- NELSON, R. *Bringing institutions into evolutionary growth theory*. *Journal of Evolutionary Economics*, 12:17-28, 2002.
- _____. *What enables rapid economic progress: what are the needed institutions?*. *Research Policy*, 38, p. 1-11, 2008.
- NORTH, D. C. *Institutions, institutional changes and economic performance*. Cambridge University Press: Nova York, 1990.
- _____. *Economic performance through time*. *The American Economic Review*, v. 84, n. 3, p. 359-368, Jun. 1994.
- PEROTTI E., SUAREZ, J. *Liquidity risk charges as a macroprudential tool*. Mimeo, University of Amsterdam, October, 2009.
- POLANYI, K. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Beacon Press: Boston, MA, 1944.
- POSSAS, S. Concorrência e Inovação. In: PELAEZ, V. e SZMRECSÁYI, T. (Orgs) *Economia da Inovação Tecnológica*. São Paulo: Hucitec, p. 13-41, 2006.
- SAMUELS, W. J. *The present state of institutional economics*. *Cambridge Journal of Economics*, v. 19, p. 569-590, 1995.
- _____. *The legal-economic nexus: fundamental processes*. Taylor & Francis: New York, 2007.
- SCHUMPETER, J. A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper & Brothers, 1947.
- VEBLIN, T. B. *The Theory of the Leisure Class*. New York: Macmillan, 1899.
- _____. *The Place of Science in Modern Civilization and other essays*. New York: Huebsch, 1919.

VILLEVAL, M-C. *Une théorie économique des Institutions*. IN: BOYER, Robert, et SAILLARD, Yves. *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte, 1995.

ZYSMAN, J. *Government, markets and growth*. Londres: Cornell University Press, 1983.

_____. *How institutions create historically rooted trajectories of growth*. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 1, p. 243-283, 1994.