

Um caminho acidentado para o sistema financeiro mundial

Tobias Adrian

18 de abril de 2018



Um aumento inesperado da inflação poderia levar o Federal Reserve e outros bancos centrais a elevar os juros mais rapidamente do que o previsto, o que abalaria os mercados financeiros (foto: Tom Williams/CQ Roll Call/Newscom).

A atual conjuntura econômica permanece favorável, mas os riscos de curto prazo para a estabilidade financeira mundial cresceram nos últimos seis meses em consequência de um aumento brusco da volatilidade nos mercados de ações em fevereiro e da preocupação dos investidores com as crescentes tensões geopolíticas e comerciais. No futuro próximo, as possibilidades de uma desaceleração ainda são grandes, e existe até uma pequena chance de contração da economia mundial no médio prazo.

As autoridades devem aproveitar essa conjuntura favorável para tomar medidas que reduzam os riscos. Nas economias de mercados emergentes, isso significa reforçar os fundamentos econômicos e a proteção contra choques externos; nas economias

avanzadas, significa mobilizar e desenvolver ferramentas de política regulatória e financeira, além de cumprir os planos de fortalecer as instituições financeiras.

A avaliação da estabilidade financeira mundial contida no mais recente [*Global Financial Stability Report* \(GFSR\)](#) se baseia na [nova abordagem do “crescimento em risco”](#), que vincula as condições financeiras à distribuição do crescimento econômico futuro. Dadas as condições financeiras atuais, são altos os riscos para a estabilidade financeira e o crescimento no médio prazo. Isso reflete o fato de que as baixas taxas de juros dos últimos anos — necessárias para apoiar o crescimento econômico — geraram um ambiente em que as vulnerabilidades vêm se acumulando e poderiam agravar a próxima desaceleração da economia e tornar mais acidentado o caminho à frente.

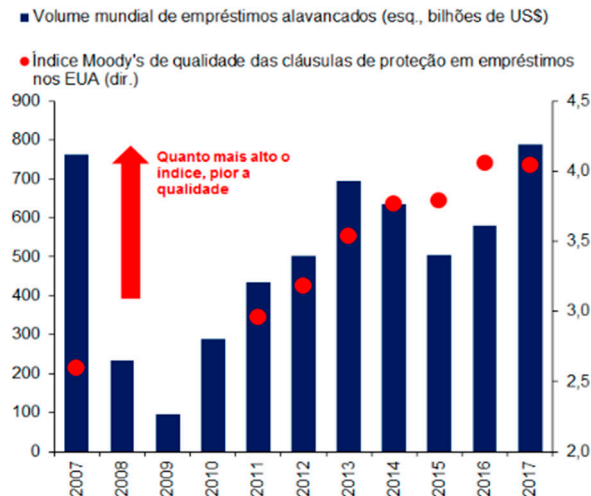
Como as atuais vulnerabilidades financeiras atuais poderiam tornar o caminho acidentado? Desequilíbrios maiores significam que todo choque no sistema econômico ou financeiro provocaria um ajuste mais doloroso. Por exemplo, um aumento mais rápido do que o previsto da inflação nos EUA poderia levar o Federal Reserve e outros bancos centrais a retirar a acomodação monetária mais rapidamente do que o esperado, o que poderia abalar os mercados financeiros. Outro risco é uma escalada mais ampla de medidas protecionistas, o que prejudicaria os mercados financeiros e o crescimento. Em qualquer um dos casos, um declínio repentino dos preços dos ativos poderia expor vulnerabilidades no sistema financeiro.

O *GFSR* identifica três áreas de vulnerabilidade: o enfraquecimento da qualidade do crédito; vulnerabilidades relacionadas à dívida externa nos países de mercados emergentes e de baixa renda; e o descasamento de liquidez em dólar entre bancos fora dos Estados Unidos. Consideremos cada uma delas.

- **Enfraquecimento da qualidade do crédito.** É cada vez mais comum para empresas com menos capacidade de crédito conseguir obter empréstimos nos mercados financeiros. A emissão mundial dos chamados empréstimos alavancados — concedidos a empresas de maior risco e àquelas com altos níveis de endividamento — atingiu um recorde de US\$ 788 bilhões no ano passado. Os mercados de títulos privados exibem tendências semelhantes: as empresas com classificação mais baixa nos EUA e na área do euro respondem por uma proporção cada vez maior dos títulos.

Empréstimos alavancados

A emissão de empréstimos alavancados em todo o mundo atingiu níveis recordes, e as cláusulas de proteção dos investidores estão perdendo força.



Fontes: Moody's, Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data e estimativas do corpo técnico do FMI.



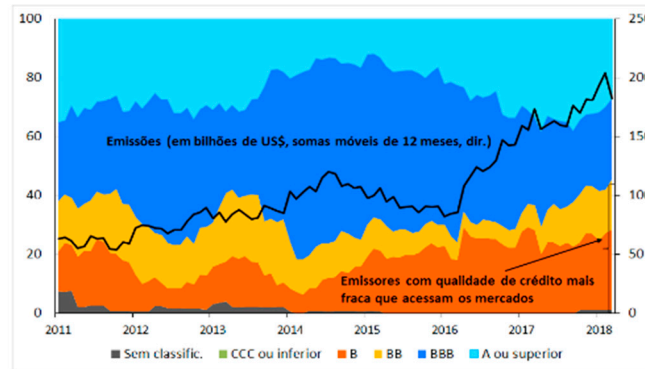
INTERNATIONAL
MONETARY FUND

- Dívida externa nos países de mercados emergentes e de baixa renda.**
 Os fluxos de capital estrangeiro permaneceram robustos nos últimos anos, com mais economias emergentes e de baixa renda se beneficiando de condições favoráveis de financiamento externo. Contudo, à medida que a maré da liquidez mundial baixe, os fluxos para os mercados emergentes podem cair em até US\$ 60 bilhões por ano, o equivalente a cerca de um quarto dos totais anuais entre 2010 e 2017. Nesse cenário, os tomadores com menor capacidade de crédito podem registrar fluxos de saída relativamente maiores. Os países de baixa renda podem ser afetados, pois mais de 40% deles apresentam alto risco de sobreendividamento.

Mudanças na composição do crédito

Os juros baixos possibilitaram o acesso de emissores mais fracos aos mercados internacionais de crédito.

(Emissão soberana de títulos internacionais dos mercados emergentes, segundo a notação, como porcentagem do total)



Fontes: Bloomberg Finance L.P., Bond Radar e estimativas do corpo técnico do FMI.

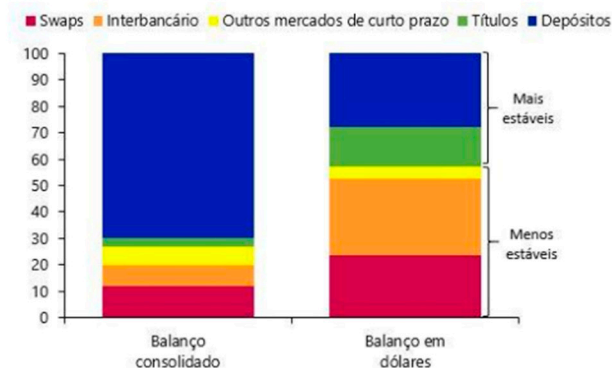


- **Descasamento de liquidez em dólar entre bancos fora dos EUA.**
De modo geral, os bancos estão mais resilientes do que antes da crise financeira mundial. No entanto, os bancos fora dos Estados Unidos que operam no mercado internacional recorrem a fontes de curto prazo ou de atacado para obter cerca de 70% do seu financiamento em dólar. Além disso, esses passivos em dólar nem sempre estão cobertos por ativos em dólar com os mesmos vencimentos e volumes. Isso poderia expor os bancos a problemas de financiamento em dólar em caso de tensões nos mercados e de um aperto súbito das condições financeiras.

Descasamento de liquidez em dólar

Os bancos fora dos EUA tendem a recorrer ao financiamento de atacado e de curto prazo em dólares.

(composição do financiamento de bancos fora dos EUA, em porcentagem do total, quarto trimestre de 2016)



Fontes: Banco de Compensações Internacionais; demonstrações financeiras dos bancos; Banco do Japão; Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC); S&P Mundial Market Intelligence e estimativas e análises do corpo técnico do FMI.



O *GFSR* analisou também a ascensão dos criptoativos. Algumas das tecnologias por trás desses ativos poderiam aumentar a eficiência das infraestruturas do mercado financeiro, como os sistemas de pagamento. Por outro lado, esses ativos também foram afetados por fraudes, quebras de segurança e falhas operacionais, além de terem sido associados a atividades ilícitas. Dadas as suas dimensões reduzidas, os criptoativos atualmente oferecem um risco pequeno para a estabilidade financeira, mas essa situação poderia mudar caso seu uso se torne mais difundido sem as devidas salvaguardas.

Opções de política

As autoridades devem tirar partido da atual conjuntura favorável para proteger a economia dos riscos financeiros iminentes.

- Os bancos centrais devem continuar a remover gradativamente a acomodação monetária, conforme apropriado, comunicando suas decisões de forma clara.
- Os órgãos reguladores devem mobilizar e desenvolver ferramentas de política regulatória e financeira para enfrentar as vulnerabilidades financeiras.

- As autoridades devem assegurar o cumprimento da agenda de reformas regulatórias pós-crise — e resistir aos pedidos de reversão das reformas.
- Os países de mercados emergentes e de baixa renda devem acumular reservas e aumentar sua margem de manobra fiscal para se proteger contra riscos externos.

A recuperação da economia mundial até aqui tem se mostrado resiliente às fortes oscilações nos mercados financeiros, mas isso não deve ser motivo de alívio para os investidores e as autoridades. É preciso ficar atento aos riscos associados à alta dos juros, ao crescimento da volatilidade dos mercados e ao aumento do protecionismo. É bem possível que o caminho à frente seja acidentado.

Uma explicação do novo modelo de “crescimento em risco” pode ser consultada [aqui](#).



Tobias Adrian é o Conselheiro Financeiro e Diretor do Departamento de Mercados Monetários e de Capitais do FMI. Nessa função, lidera o trabalho do FMI nas áreas de supervisão do setor financeiro, políticas monetária e macroprudencial, regulação financeira, gestão da dívida e mercados de capitais. Além disso, supervisiona as atividades de capacitação nos países membros do FMI. Antes de ingressar no FMI, foi Vice-Presidente Sênior do Federal Reserve Bank de Nova York e Diretor Associado do Research and Statistics Group.

Lecionou na Universidade de Princeton e na Universidade de Nova York e publicou numerosos estudos em revistas especializadas de economia e finanças, como *American Economic Review*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* e *Review of Financial Studies*. É doutor pelo Massachusetts Institute of Technology e mestre pela London School of Economics, além de ter sido diplomado pela Universidade Goethe de Frankfurt e ter concluído um mestrado na Universidade Dauphine de Paris. Recebeu seu diploma de bacharelado (*Abitur*) em literatura e matemática da Humboldtschule Bad Homburg.