

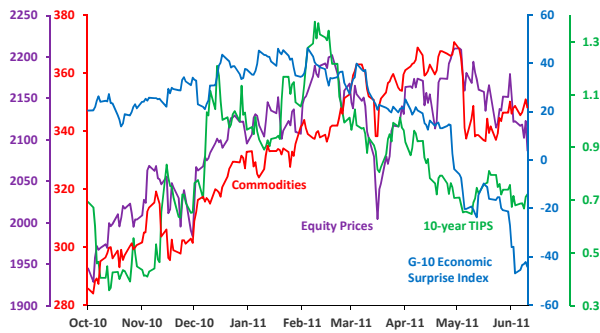
Após a publicação do Global Financial Stability Report (GFSR) de abril de 2011, os riscos financeiros aumentaram por três motivos. Primeiro, embora uma recuperação global em velocidades variadas continue a ser o caso básico, os riscos para este parâmetro aumentaram. Segundo, a preocupação com a sustentabilidade da dívida e com o apoio aos esforços de ajuste da periferia europeia está levando a pressões de mercado e inquietação com um possível contágio. Os riscos políticos também estão levantando dúvidas sobre o ajuste fiscal no médio prazo em alguns países avançados, principalmente nos Estados Unidos e Japão. Terceiro, não obstante um certo recuo recente no apetite pelo risco, o período prolongado de juros baixos pode levar os investidores para ativos mais arriscados em uma “busca por rendimento”. Essa tendência tem o potencial de acumular desequilíbrios financeiros para o futuro, particularmente em alguns mercados emergentes. Além dessas tensões, continuam a existir desafios profundamente enraizados. Apesar dos avanços, até o momento a melhoria na solidez do sistema financeiro tem sido insuficiente. Os mercados podem perder a paciência e comportar-se desordenadamente se fatos políticos prejudicarem o impulso da consolidação fiscal e da recuperação e reforma financeira. Em função desses riscos, é necessário que as autoridades econômicas acelerem medidas para solucionar as vulnerabilidades financeiras duradouras descritas neste GFSR, antes que se feche a janela de oportunidade para fazê-lo.

Os mercados estão incorporando aos preços uma desaceleração de meio de ciclo

O caso básico de uma recuperação econômica em velocidades variadas continua intacto, como analisado na atualização do *World Economic Outlook* (WEO). Um fator essencial que contribuiu para a melhor perspectiva de estabilidade financeira no GFSR de abril foi a recuperação da economia global, que ajudou a fortalecer os balanços patrimoniais dos bancos e do setor privado. Entretanto, surpresas negativas nos dados econômicos recentes estão levando os investidores a repensar o ritmo e a força da recuperação (Gráfico 1).

Nos Estados Unidos, preocupações com a queda no crescimento, devidas, em parte, ao renovado enfraquecimento do mercado de imóveis residenciais, derrubaram o rendimento dos títulos do Tesouro e começaram a exercer pressão sobre os ativos de risco. De modo mais geral, com os investidores começando a transferir recursos de ações para renda fixa, os mercados acionários globais recuaram em relação aos picos atingidos no final de abril. Os preços das commodities caíram e continuam extremamente volátil, já que as posições compradas nos mercados futuros foram reduzidas.

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown



Source: Bloomberg, L.P.

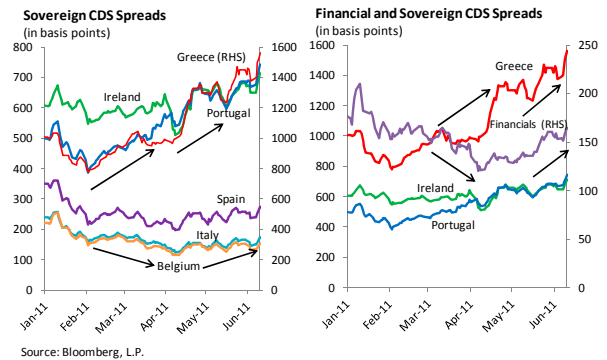
Intensificam-se as preocupações com a sustentabilidade da dívida e com o apoio para os esforços de ajuste na periferia da zona do euro. . .

Ressurgiram as dúvidas do mercado sobre a sustentabilidade da dívida e o apoio aos programas de ajuste nos países menores da periferia europeia. Os spreads dos *credit default swaps* da Grécia atingiram novos máximos, em meio a preocupações com o grau de vontade política necessária para implementar os ajustes e assegurar o financiamento necessário. Isso, por sua vez, voltou a atrair a atenção do mercado para a possibilidade de transmissão dos choques dos governos para os bancos, já que os sistemas bancários dos países centrais europeus ainda têm grandes exposições aos países periféricos (Gráfico 2). Em um evento sério de mercado, um choque poderia ser transmitido para fora da zona do euro, via exposições internacionais e retração generalizada no apetite pelo risco.

. . . enquanto piora a perspectiva do risco soberano de algumas economias maiores.

Alterações negativas nos *ratings* de crédito soberano foram além da Grécia, Irlanda e Portugal e atingiram outros países da zona do

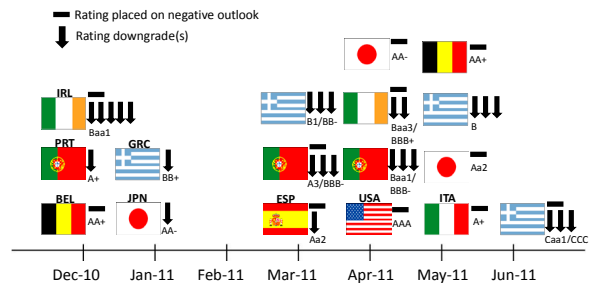
Figure 2. Contagion Risks are Rising in the Euro Area Periphery



Source: Bloomberg, L.P.

euro (Gráfico 3). Isso reflete a preocupação com a possibilidade de dificuldades em obter o consenso político necessário para a consolidação fiscal e as reformas estruturais.

Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded



Sources: Fitch, Moody's; and Standard & Poor's.

Notes: When there were downgrades by both Standard & Poor's and Fitch, the rating shown is S&P's. Number of arrows correspond to the number of notches downgraded and, whenever there were downgrades from more than one agency, the biggest downgrade is shown.

Também estão aumentando as preocupações do mercado com o caminho trilhado pelos Estados Unidos em sua política fiscal, em virtude do pouco progresso evidente para romper o impasse político sobre a forma de execução da tão necessária consolidação fiscal. No curto prazo, os mercados se concentraram na possibilidade de fracasso na elevação do teto de endividamento; as autoridades estimam que, na ausência de providências, ele será atingido no início de agosto. O risco de uma inadimplência temporária levou os spreads dos CDS de curto prazo dos EUA para níveis superiores aos de alguns países com rating de crédito inferior à sua classificação AAA. Até mesmo essa classificação foi posta em dúvida após a S&P emitir uma perspectiva negativa em abril. No Japão, as agências de

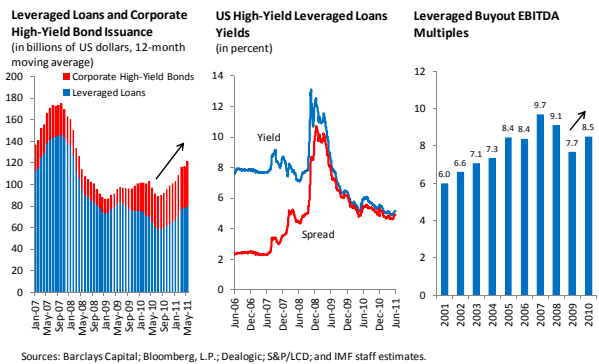
classificação de crédito rebaixaram a perspectiva do crédito soberano por conta de preocupações com a capacidade do governo para reduzir seu déficit.

A manutenção prolongada de juros zero estimula a assunção de riscos, inclusive a “busca por rendimentos”

Ao reduzirem o custo total da dívida para os tomadores empresariais, as taxas de juros baixas nas economias avançadas estão fomentando o surgimento de bolsões de realavancagem. Isso está estimulando os investidores a utilizar a alavancagem financeira para gerar retornos suficientemente atraentes. Embora os spreads de crédito continuem maiores do que antes da crise, taxas de juros de curto prazo extremamente baixas significam que o custo de endividamento está menor, tanto nas dívidas de taxa fixa quanto nas de taxa flutuante. Esse custo de captação mais baixo torna mais favoráveis os índices de serviço da dívida, mesmo com cargas de endividamento mais elevadas, permitindo que as empresas operem com alavancagem financeira maior (Gráfico 4).

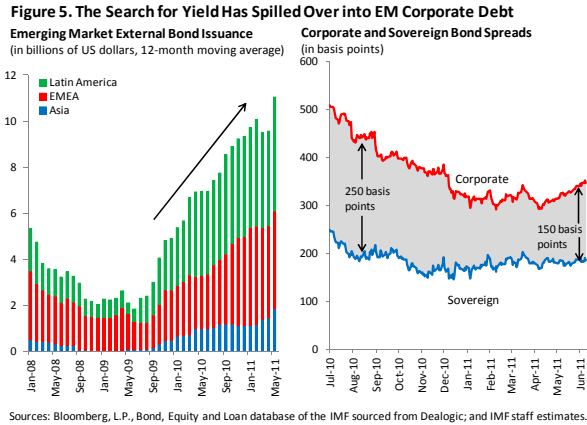
Com a recuperação no preço dos empréstimos alavancados (após os grandes descontos de 2008–2009) e a queda em seus rendimentos, os investidores estão cada vez mais recorrendo à engenharia financeira para obter retornos de dois dígitos. Transações novas e refinanciadas de private equity sugerem que os balanços empresariais relacionados estão se aproximando rapidamente dos níveis de alavancagem pré-crise. Embora o montante agregado de alavancagem financeira fornecido continue bem menor do que antes do colapso financeiro, os investidores em títulos privados de alto rendimento e empréstimos alavancados têm tomado recursos a múltiplos de resultados

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased



maiores, não muito inferiores aos níveis de 2007.

Não obstante a tensão recente no mercado, a “busca pelo rendimento” está estimulando também o fluxo de recursos para mercados emergentes, notadamente para os mercados de títulos privados. Muitas vezes essas entradas, altamente voláteis, estão magnificando a liquidez interna, que já é ampla. Se forem mantidas, essas condições apresentam o risco de elevar excessivamente as avaliações e geram a preocupação de que alguns países poderiam estar se realavancando de forma excessivamente rápida. Os fluxos para fundos mútuos de dívidas de mercados emergentes têm sido fortes (ficando atrás apenas dos fundos de alto rendimento e de commodities como porcentagem do montante total em aberto). Mesmo em volume recorde, a emissão de títulos privados de mercados emergentes não consegue acompanhar a demanda, e a diligência devida empregada pelos investidores está diminuindo. Atingindo cerca de US\$ 65 bilhões, a emissão de títulos privados de mercados emergentes no exterior no primeiro trimestre de 2011 foi a maior em três anos, e está previsto um volume recorde no ano (Gráfico 5). Os títulos privados de mercados emergentes estão, cada vez mais, sendo encarados como substitutos dos títulos



privados de alto rendimento dos EUA, oferecendo capitalização de mercado similar, alavancagem menor e retorno mais elevado para o mesmo nível de classificação de crédito, o que os torna atraentes para uma base de investidores mais ampla. Embora esse possa ser um desdobramento saudável, na medida que algumas empresas que anteriormente enfrentavam restrições de crédito têm agora acesso ao capital, o risco é que com a manutenção dessa tendência possa ocorrer um fluxo de capitais excessivamente rápido para os mercados emergentes. Isso eleva o risco de distorção na formação de preços do crédito e/ou de uma reversão abrupta caso eventos adversos levem a uma retração no apetite pelo risco.

Embora existam poucas evidências de supervalorização exagerada dos ativos de mercados emergentes, uma área recente de preocupação é o setor imobiliário das economias asiáticas de crescimento rápido e de alguns outros países em outras regiões de mercados emergentes. O ritmo do aumento de preços dos imóveis na Ásia pode estar diminuindo (com a possível exceção da RAE de Hong Kong) por conta de medidas prudenciais agressivas em nível macroeconômico e administrativo, juntamente com uma certa moderação no crescimento econômico. Entretanto, uma eventual desaceleração forte no crescimento poderia levar a uma grande

correção nos preços dos imóveis, que estão em níveis ainda elevados em muitos mercados.

A inquietação do mercado em relação ao preço dos imóveis concentra-se na China. Para conter a inflação, o banco central apertou as políticas financeiras e elevou os juros. Caso essas medidas resultem em uma desaceleração inesperadamente forte, o impacto sobre o preço das propriedades imobiliárias pode ser muito alto. Em parte, isso se deve ao histórico recente de investimento forte em imóveis, inclusive pelas autoridades locais como parte das medidas de estímulo tomadas em resposta à crise global.

As autoridades econômicas devem esforçar-se para obter avanços rápidos na robustez do sistema financeiro

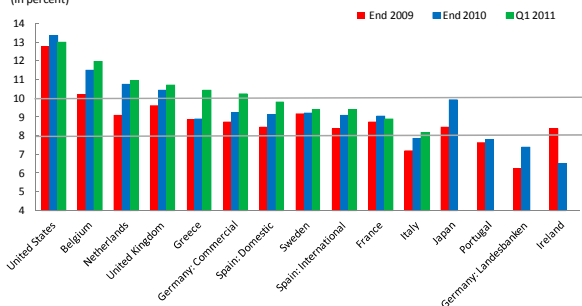
Continuam a existir desafios financeiros profundamente enraizados, embora as vulnerabilidades estejam sendo mascaradas pelas condições monetárias e de liquidez extremamente acomodativas. A janela de oportunidade atual para preparar o sistema econômico e financeiro para enfrentar possíveis choques sistêmicos, principalmente com soluções claras e objetivas em toda a zona do euro para as tensões na sua periferia, pode fechar-se inesperadamente. Ela pode ser fechada por acontecimentos de mercado caso um aumento repentino na aversão ao risco (causado, talvez, por outros fatores) leve os participantes do mercado a reduzir sua tolerância a soluções políticas incompletas. Ela também poderia ser fechada por desdobramentos políticos, seja devido à perda de sustentação política dos programas de ajuste nos países devedores ou à falta de disposição da população dos países credores para financiá-los.

Assim, para proteção contra choques é necessário um sistema financeiro mais sólido, principalmente na Europa. Isso exigiria uma resposta de política econômica coordenada e internacional. Embora tenham ocorrido progressos na recuperação do sistema bancário, seu ritmo tem sido muito lento. Primeiramente, os bancos continuam a enfrentar dificuldades de captação. O rendimento das obrigações dos bancos aumentou e algumas instituições dos países periféricos europeus continuam extremamente dependentes do suporte de liquidez do Banco Central Europeu (BCE). Em alguns países, os bancos estão vulneráveis a um novo aperto nas condições de captação e precisarão ampliar o ritmo de rolagem dos vencimentos.

Em segundo lugar, alguns bancos ainda não reduziram suficientemente seus riscos, deixando uma grande incerteza sobre a qualidade de seus balanços, devido à existência de ativos legados e exposições significativas ao mercado imobiliário. Finalmente, é necessário acelerar o ritmo da recapitalização para proporcionar uma proteção contra perdas em ativos ou choques de liquidez (Gráfico 6).

Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly

Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios
(in percent)



Sources: SNL Financial; and IMF staff estimates.

Os próximos testes de estresse da Autoridade Bancária Europeia representarão uma oportunidade importante para atualizar as avaliações de risco do sistema bancário europeu

e solucionar os riscos de cauda dos bancos assinalados no GFSR de abril. É essencial que existam planos para suprir eficientemente as eventuais deficiências de capital identificadas, bem como para a solução da questão dos bancos inviáveis.

É necessário que as autoridades econômicas dos mercados emergentes evitem o superaquecimento e a acumulação de desequilíbrios financeiros em meio à forte expansão do crédito e aumento da inflação, exacerbadas em alguns países pelos fluxos de entrada de capitais. A alavancagem das empresas também está aumentando e firmas mais fracas estão tendo acesso cada vez maior ao mercado de capitais. Isso pode tornar os balanços patrimoniais mais vulneráveis a choques externos. Com a forte pressão da demanda interna, especialmente nos países emergentes da Ásia e da América Latina, são necessárias medidas macroeconômicas para evitar o superaquecimento, o acúmulo de riscos financeiros e o abalo da credibilidade da política econômica. Ferramentas macroeconômicas preventivas e, em alguns casos, o uso limitado de controles de capital, podem desempenhar um papel de suporte no gerenciamento dos fluxos de capitais e de seus efeitos. Entretanto, elas não podem substituir políticas macroeconômicas adequadas.

Em resumo, as autoridades econômicas devem agir agora para tornar o sistema financeiro mais robusto:

- Os riscos de baixa voltaram a ganhar destaque, inclusive a possibilidade de que a recuperação econômica global possa ser mais frágil do que se supunha, de forma que o tempo para solucionar as vulnerabilidades existentes pode estar se esgotando.

Ao mesmo tempo, a margem de manobra para reagir a choques pode ter diminuído, particularmente com o uso das alavancas tradicionais de política fiscal e monetária.

- Assim, é essencial fazer com que o sistema financeiro seja forte o suficiente para enfrentar eventuais choques importantes, capacitando-o a apoiar a recuperação em andamento. As principais prioridades são, em primeiro lugar, fortalecer o sistema financeiro, principalmente saneando os problemas gerados pela crise nas economias

avançadas. Segundo, a pauta da reforma financeira deve ser concluída tão diligentemente quanto possível.

Finalmente, as autoridades econômicas devem traçar um caminho que sustente a recuperação sem permitir a acumulação de riscos excessivos no futuro. É provável que isso se mostre particularmente difícil nos mercados emergentes onde as autoridades enfrentam pressões inflacionárias crescentes e um acúmulo de desequilíbrios financeiros. Isso exige um aperto nas políticas macroeconômicas e o uso de medidas prudenciais.