

SUMÁRIO EXECUTIVO

A estabilidade financeira melhorou

1. A estabilidade financeira continuou a melhorar desde a edição de outubro de 2016 do *Global Financial Stability Report* (GFSR). A atividade econômica ganhou impulso, como relatado no *World Economic Outlook* (WEO) de abril de 2017, em meio a condições monetárias e financeiras amplamente acomodáticas, reavivando as esperanças de redeflação. As taxas de juros de mais longo prazo subiram, ajudando a reforçar a rentabilidade de bancos e seguradoras. Os ganhos nos preços de vários ativos refletem uma perspectiva mais otimista. Com os investidores a esperar que ocorram reformas tributárias, gastos em infraestrutura e uma possível reversão de regulamentações financeiras, os mercados de ações nos Estados Unidos quebraram recordes em março. Fora dos Estados Unidos, os mercados também registraram altas constantes nos últimos seis meses, movidas, em parte, pelo reforço das expectativas de crescimento e aumento dos preços das *commodities*. Ao mesmo tempo, os ágios de risco e a volatilidade diminuíram.

2. Esse otimismo está bem fundamentado? Para atingir um crescimento mais sólido e sustentar os avanços nas condições financeiras, as autoridades terão de implementar o conjunto certo de políticas para: 1) estimular a tomada de riscos econômicos, sobretudo nos Estados Unidos, com políticas que promovam o produto potencial e aumentem o investimento empresarial sem elevar os riscos à estabilidade financeira; 2) lidar com desequilíbrios internos e externos para aumentar a resiliência nas economias de mercados emergentes; e 3) responder de forma mais proativa a questões estruturais de longa data nos sistemas bancários europeus.

A incerteza nas políticas é um dos principais riscos de baixa

3. A elevada incerteza no plano político e nas medidas de política no mundo inteiro traz novas ameaças à estabilidade financeira. Nos Estados Unidos, se as reformas tributárias e desregulamentações previstas criarem trajetórias de crescimento e endividamento menos benignas do que o esperado, poderá haver um aumento acentuado dos ágios de risco e da volatilidade, o que prejudicaria a estabilidade financeira. Uma guinada na direção do protecionismo nas economias avançadas poderia reduzir o crescimento e o comércio global, prejudicar os fluxos de capital e reduzir o otimismo no mercado. Na Europa, as tensões políticas combinadas com a falta de avanços na resolução das dificuldades estruturais dos sistemas bancários, assim como os altos níveis de endividamento, poderiam reavivar os receios de instabilidade financeira. O potencial de uma desregulamentação financeira ampla – ou de uma redução da cooperação global – poderia prejudicar os avanços conquistados a duras penas na estabilidade financeira. Até este momento, os mercados têm adotado uma postura relativamente otimista em relação a esses riscos de baixa, sugerindo o potencial para uma reprecificação abrupta dos riscos caso as políticas decepcionem.

As empresas dos EUA estão sólidas o suficiente para acelerar a expansão com segurança?

4. As propostas de políticas que estão sendo discutidas pelo novo governo dos EUA nas áreas de reforma tributária e desregulamentação poderiam ter um impacto significativo no setor empresarial. Balanços patrimoniais sólidos são um pré-requisito para que essas propostas avancem e estimulem a tomada de riscos econômicos. Os balanços de muitas empresas não financeiras estão bem posicionados para ampliar os investimentos, e reduções nas suas cargas tributárias poderiam favorecer o fluxo de caixa. Mas as reformas também poderiam promover a maior aceitação de riscos financeiros e, em certos setores, aumentar ainda mais a alavancagem. Os setores que mais investiram são os mais alavancados, e a contração de mais dívidas para financiar investimentos adicionais aumentará suas vulnerabilidades. Em um cenário de elevação dos ágios de risco em nível mundial, o aumento da alavancagem poderia ter consequências negativas para a estabilidade. Nesse cenário, os ativos de empresas com capacidade de serviço de dívida particularmente baixa poderiam subir para quase US\$ 4 trilhões, ou quase um quarto dos ativos empresariais considerados.

As economias de mercados emergentes enfrentam momentos difíceis nos mercados globais

5. As economias de mercados emergentes continuam a reforçar sua resiliência, a través da redução de alavancagem das empresas e de vulnerabilidades externas. Projeta-se que seu crescimento continue a melhorar com os ganhos dos exportadores de *commodities* e com as perspectivas positivas de efeitos indiretos do crescimento das economias avançadas. Mas os riscos à estabilidade financeira continuam elevados de um modo geral, pois a incerteza no plano político e nas medidas de políticas em nível mundial estão abrindo novos canais para as repercussões negativas. Um revés repentino no sentimento do mercado ou uma transição global para políticas protecionistas e isolacionistas poderiam reacender as fugas de capitais e prejudicar as perspectivas de crescimento, assim testando a resiliência dessas economias.

6. Em particular, países com fortes laços financeiros e comerciais internacionais poderiam sofrer com condições financeiras globais mais restritas ou medidas comerciais adversas. Esses riscos poderiam exacerbar as vulnerabilidades atuais do setor empresarial e acrescentar US\$ 130–230 bilhões ao volume de dívidas em risco das empresas menos sólidas. A reversão abrupta do atual ambiente externo favorável poderia intensificar os riscos nos países cujos bancos mais vulneráveis lutam para manter a qualidade dos ativos e provisionar reservas adequadas para empréstimos improdutivos após prolongados períodos de crédito abundante.

7. Com a rápida expansão do crédito na China, os riscos à estabilidade financeira são cada vez mais intensos. Os ativos bancários chineses agora representam mais do triplo do PIB, e outras instituições financeiras não bancárias também ampliaram sua exposição ao crédito. Muitas instituições financeiras continuam a depender excessivamente do financiamento por atacado, com defasagens acentuadas entre ativos e passivos e riscos elevados de liquidez e crédito. A recente turbulência nos mercados monetários ilustra as vulnerabilidades que persistem no sistema cada vez mais amplo, opaco e interconectado da China.

Os sistemas bancários europeus devem resolver os desafios estruturais

8. Houve avanços consideráveis no setor bancário europeu nos últimos anos, e o otimismo acerca de uma inflexão cíclica nas economias avançadas ajudou a levantar os preços das ações de bancos europeus. Contudo, conforme a avaliação do GFSR de outubro de 2016, uma recuperação cíclica não deverá ser suficiente, por si só, para restaurar a rentabilidade de bancos persistentemente frágeis. Embora muitos bancos estejam enfrentando dificuldades de rentabilidade, a situação é pior para os bancos domésticos, que estão mais expostos às economias de seus países: quase três quartos desses bancos apresentaram retornos fracos em 2016 (definidos como menos de 8% de retorno sobre o capital próprio). O presente relatório examina as características estruturais que estão exacerbando os desafios de rentabilidade do sistema. Um dos desafios estruturais é o excesso de bancos, um problema cuja natureza e intensidade variam de país para país. Alguns exemplos são os sistemas bancários com grande volume de ativos em relação ao porte da economia, com uma grande quantidade de bancos frágeis ou com uma quantidade demasiada de bancos de expressão regional ou atuação restrita. Essas características podem resultar em oportunidades limitadas de concessão de crédito ou uma quantidade elevada de agências em relação aos ativos do sistema bancário, aumentando os custos e reduzindo as eficiências operacionais. Não obstante as medidas que estão sendo tomadas para abordar as preocupações com a rentabilidade, são necessários mais avanços na redução do excesso de bancos nos países com os maiores desafios.

9. As dificuldades de natureza sistemáticas não são apenas problemas internos; podem também afetar a rentabilidade de bancos de grande porte e importância sistêmica na Europa. Essas instituições têm dificuldades para enfrentar seus concorrentes globais, o que decorre, em alguns casos e em parte, dos problemas de rentabilidade em seus países. Até que se resolvam esses obstáculos estruturais, a simples reestruturação de seus modelos de negócios dificilmente irá produzir lucros suficientes. Sem uma resolução, a combinação de baixa rentabilidade, falta de acesso a capitais privados e volumosos empréstimos improdutivos dificulta a recuperação e poderia reavivar riscos sistêmicos.

É crucial acertar o conjunto de políticas

10. Para consolidar e ampliar os avanços na estabilidade e nas expectativas do mercado, as autoridades terão de envidar esforços coordenados e cuidadosos em nível nacional e mundial. Devem ajustar o conjunto de políticas para definir uma trajetória mais clara de crescimento inclusivo a longo prazo e, ao mesmo tempo, rejeitar políticas isolacionistas, que podem ser politicamente convenientes, mas, em última análise, são contraproducentes. Nos Estados Unidos, as autoridades devem monitorar com atenção o aumento da alavancagem e a deterioração da qualidade creditícia. Os reguladores devem tomar medidas preventivas contra o excesso de risco financeiro. Medidas prudenciais e de supervisão são necessárias quando políticas de estímulo aumentam o investimento financiado por dívidas e a vulnerabilidade das empresas. Reformas tributárias que reduzam os incentivos ao financiamento por meio do endividamento poderiam ajudar a atenuar os riscos de aumento da alavancagem e eventualmente até encorajar as empresas a reduzir a atual alavancagem que conta com benefícios tributários.

11. Na Europa, há que se tomar medidas adicionais para tratar da rentabilidade dos bancos e dos desafios de longa data. Os bancos têm a responsabilidade primordial de gerar resultados sustentáveis buscando uma solução para os problemas nos seus modelo de negócios, por meio da consolidação, da racionalização da rede de agências e de investimentos em tecnologia para aumentar a eficiência a médio prazo. É encorajador observar que os supervisores estão dando maior ênfase ao exame dos modelos de negócios dos bancos em seus quadros de supervisão. Para identificar os elos frágeis nos sistemas bancários, que enfrentam desafios expressivos em termos de qualidade de ativos, uma opção seria considerar avaliações específicas da qualidade dos ativos de bancos que ainda não foram submetidos a esse processo. Posteriormente, os reguladores devem empreender ações para lidar com instituições inviáveis e eliminar o excesso de capacidade. As autoridades também devem atentar à remoção de obstáculos sistêmicos à rentabilidade, inclusive tratar dos empréstimos improdutivos e criar mecanismos para acelerar a recuperação.

12. As economias de mercados emergentes devem abordar as vulnerabilidades internas para aumentar a resiliência a choques externos. É necessário preservar a estabilidade financeira adotando outras iniciativas destinadas a reforçar a supervisão e a governança bancária e, ao mesmo tempo, manter um conjunto de ferramentas macroprudenciais robustas. Os reguladores bancários devem monitorar com atenção as vulnerabilidades nos países com amplas posições líquidas em moeda estrangeira ou descasamentos de prazos de títulos em moeda estrangeira. As autoridades devem concentrar-se em fortalecer as empresas e o sistema bancário com uma atitude proativa de monitorar e reduzir as vulnerabilidades e aperfeiçoar os mecanismos de reestruturação. Na China, embora as autoridades tenham reconhecido a necessidade urgente de desalavancar o sistema financeiro e adotado medidas corretivas substantivas, a supervisão deve mirar os riscos emergentes dos bancos, sobretudo o rápido crescimento dos ativos de bancos menores, a crescente utilização do financiamento por atacado e os riscos das interconexões entre produtos bancários paralelos e mercados interbancários. Mas a prevenção de outros surtos de instabilidade no mercado – e, em última análise, da macroinstabilidade – exigirá medidas para reduzir a tensão entre as políticas que buscam manter um alto nível de crescimento e a necessidade de desalavancagem.

13. O programa de reformas pós-crise reforçou a supervisão do sistema financeiro, aumentou as reservas de capital e a liquidez de instituições individuais e melhorou a cooperação entre os reguladores. É necessário proceder com cautela ao se considerar eventuais desregulamentações no futuro. A regulamentação sempre tem um custo, mas a desregulamentação também. A atenuação de normas regulatórias impõe maiores riscos à estabilidade financeira. Decisões de abandonar de forma descoordenada ou unilateral regras mutuamente estabelecidas podem resultar em fragmentação financeira e na deflagração de um processo competitivo de deterioração das normas regulatórias. É essencial concluir o programa de reformas regulatórias para assegurar a resolução de fragilidades e reduzir a incerteza. Embora haja espaço para refletir sobre o impacto e as consequências imprevistas das reformas, tal avaliação não deve desfazer os amplos avanços obtidos com o reforço da resiliência do sistema financeiro global.

14. Este relatório também inclui dois capítulos temáticos analisando as implicações do crescimento fraco e de taxas de juros baixas para a intermediação financeira a longo prazo, assim como a capacidade das autoridades nacionais para influenciar as condições financeiras do país em um mundo financeiramente integrado.

Um período prolongado de crescimento fraco e taxas de juros baixas dificultaria a intermediação financeira

15. As economias avançadas vêm atravessando um período prolongado de taxas de juros baixas e crescimento fraco desde a crise financeira global. De uma perspectiva de mais longo prazo, as taxas de juros reais vêm caindo constantemente nas últimas três décadas. Apesar dos sinais recentes de alta dos rendimentos de mais longo prazo, sobretudo nos Estados Unidos, a experiência do Japão sugere que não há garantias de uma saída iminente e permanente de uma situação de taxas baixas, sobretudo quando há fatores estruturais de progressão lenta, como o envelhecimento demográfico em muitas economias avançadas. O capítulo 2 analisa o potencial impacto a longo prazo de um cenário persistente de crescimento fraco e taxas reais e nominais baixas para os modelos de negócios de bancos, seguradoras e fundos de pensão e para os produtos oferecidos pelo setor financeiro. A conclusão é que as curvas de rendimento provavelmente tornar-se-iam mais horizontais, reduzindo os ganhos dos bancos – sobretudo de instituições menores, financiadas por depósitos e menos diversificadas – e criando dificuldades duradouras para seguradoras de vida e fundos de pensão com benefícios definidos. Se não for possível uma queda das taxas de depósito dos bancos para valores significativamente abaixo de zero, os lucros do sistema bancário seriam pressionados ainda mais. Bancos menores, financiados por depósitos e menos diversificados, seriam os mais prejudicados. À medida que os bancos assumem mais risco para aumentar a rentabilidade, surgem novos desafios para a estabilidade financeira em seus mercados de origem e de destino.

16. Em termos mais gerais, o período de taxas de juros persistentemente baixas, resultante do envelhecimento da população, do aumento da longevidade e da estagnação da produtividade, poderia causar uma mudança fundamental na natureza da intermediação financeira. Por exemplo, a demanda de crédito provavelmente diminuiria nesse cenário, enquanto a demanda familiar por serviços de pagamentos deveria aumentar. Em consequência, é possível que os bancos domésticos nas economias avançadas evoluam para um modelo de prestação de serviços básicos e com ênfase no pagamento de tarifas. Mudanças demográficas também aumentariam a demanda de seguros de saúde e cuidados médicos a longo prazo, e os baixos retornos sobre os ativos acelerariam a transição para planos de pensão privada com contribuições definidas. Diminuiria a demanda de produtos de poupança de longo prazo com retorno garantido oferecidos pelas seguradoras, e aumentaria a de fundos de índices passivos oferecidos por gestores de ativos. A adoção de determinadas políticas poderia facilitar o ajuste a esse ambiente. Em termos gerais, os quadros prudenciais teriam de oferecer incentivos para assegurar a estabilidade a longo prazo em vez de ceder às pressões de desregulamentação para aliviar o desconforto a curto prazo.

As autoridades enfrentam dificuldades para orientar com eficácia as condições financeiras internas diante da maior integração financeira internacional

17. O capítulo 3 mostra que os países podem manter sua influência sobre as condições financeiras internas em um sistema financeiro internacional integrado. Embora a maior integração financeira possa complicar a gestão das condições financeiras internas, não se perde necessariamente o controle. O capítulo desenvolve índices de condições financeiras que permitem comparar um grupo abrangente de economias avançadas e mercados emergentes. A conclusão é que as condições financeiras globais são responsáveis por 20-40% da variação nas condições financeiras internas dos países, com diferenças notáveis entre as economias. Todavia, a importância desse fator global não parece ter aumentado muito nas últimas duas décadas.

18. Apesar do impacto significativo dos choques financeiros globais, os países parecem conseguir influenciar suas próprias condições financeiras para atingir seus objetivos nacionais – especificamente, por meio de políticas monetárias. Contudo, a rapidez e o vigor com que as condições financeiras reagem a choques financeiros globais podem dificultar uma resposta de política oportuna e eficaz dos países. As economias de mercados emergentes, que são mais sensíveis às condições financeiras globais, devem preparar-se para enfrentar condições financeiras externas mais rigorosas. Os governos podem promover o aprofundamento financeiro no plano interno para aumentar a resiliência aos choques financeiros globais. Em especial, o desenvolvimento de uma base de investidores locais e a promoção da liquidez e do aprofundamento dos mercados de capitais e títulos podem ajudar a amortecer o impacto desses choques.



GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT — ABRIL DE 2017

6 de abril de 2017

CAPÍTULO 2: CRESCIMENTO FRACO, TAXAS DE JUROS BAIXAS E INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA**RESUMO**

As economias avançadas vêm atravessando um período prolongado de taxas de juros baixas e crescimento fraco desde a crise financeira mundial. Numa perspectiva de mais longo prazo, as taxas de juros reais vêm declinando continuamente nas três últimas décadas. Apesar dos sinais recentes de alta dos rendimentos de longo prazo, sobretudo nos Estados Unidos, a experiência do Japão sugere que não há garantias de uma saída próxima e permanente. Uma combinação de fatores estruturais que evoluem lentamente, em especial o envelhecimento da população e a desaceleração do crescimento da produtividade, comuns em muitas economias avançadas, poderia até gerar um estado estável de crescimento mais fraco e taxas de juros nominais e reais mais baixas nesses países.

Quais seriam as consequências desse cenário para o setor financeiro? Este capítulo examina essa questão, buscando abstrair-se da função da política monetária e dos efeitos temporários. Argumenta-se que a persistência de uma conjuntura prolongada de juros baixos constituiria um desafio considerável para as instituições financeiras. A longo prazo, esse cenário implicaria mudanças significativas nos modelos de negócios dos bancos, seguradoras e fundos de pensão, bem como nos produtos oferecidos pelo setor financeiro.

Nessa conjuntura, as curvas de rendimento provavelmente tornar-se-iam mais horizontais, reduzindo os ganhos dos bancos e impondo desafios duradouros às seguradoras de vida e aos fundos de pensão com benefícios definidos. Se não for possível uma queda das taxas de depósito dos bancos para valores significativamente abaixo de zero, os lucros do sistema bancário seriam pressionados ainda mais. Os bancos de menor porte, menos diversificados e financiados por depósitos seriam os mais prejudicados, o que poderia aumentar a pressão em favor de uma consolidação do setor. À medida que os bancos passem a buscar rendimentos no país e no exterior, podem surgir novos desafios para a estabilidade financeira nos seus mercados locais e anfitriões. Essas hipóteses encontram respaldo na experiência dos bancos japoneses.

O crescimento fraco e o envelhecimento da população provavelmente reduziriam a demanda de crédito por parte das famílias e empresas e aumentariam a demanda das famílias por depósitos bancários com liquidez e por serviços de pagamentos. Em consequência, nesse cenário, é possível que os bancos domésticos nas economias avançadas evoluam para a prestação de serviços básicos mediante o pagamento de tarifas.

É provável que os mecanismos de previdência e os produtos e modelos de negócios das seguradoras de vida também sofram grandes alterações no longo prazo. Nesse cenário, os planos de pensão com benefícios definidos oferecidos por empregadores tenderiam a ser menos atraentes em comparação a planos de contribuição definida, que permitem maior portabilidade. O aumento da expectativa de vida provavelmente elevaria a demanda por planos de saúde e de cuidados médicos de longo prazo. Seria de se esperar um enfraquecimento da demanda por produtos de poupança a longo prazo das seguradoras com retorno garantido, enquanto a procura por fundos de índice passivos oferecidos por gestoras de ativos deve crescer.

As políticas poderiam ajudar na adaptação a essa conjuntura. Os quadros prudenciais precisariam gerar incentivos para assegurar uma estabilidade de prazo mais longo em vez de ceder aos apelos de desregulamentação para aliviar o sofrimento no curto prazo. No caso dos bancos, as políticas deveriam ajudar a facilitar uma consolidação suave e a saída de instituições inviáveis, ao mesmo tempo em que limita aumentos excessivos da assunção de riscos e evita o agravamento do problema de instituições grandes demais para falir. Seria vital impor requisitos de solvência econômica para incentivar as seguradoras de vida a fazer os ajustes necessários nos seus modelos de negócios. A supervisão e a regulamentação das atividades de gestão de ativos ganhariam mais importância à medida que a participação desse segmento no setor financeiro crescesse.



CAPÍTULO 3: OS PAÍSES ESTÃO PERDENDO O CONTROLE DAS CONDIÇÕES FINANCEIRAS INTERNAS?

RESUMO

Até onde vai a influência dos países sobre as condições financeiras internas em um sistema financeiro mundialmente integrado? Essa pergunta tem atraído cada vez mais interesse ultimamente, tanto entre decisores públicos como no meio acadêmico. Em termos gerais, as condições financeiras se referem à facilidade de obter financiamento, e a sua mensuração seria útil para avaliar o impacto das perspectivas econômicas e das políticas.

A maior integração financeira pode complicar de várias maneiras a gestão das condições financeiras internas. Primeiro, os responsáveis pela formulação de políticas talvez precisem dar mais atenção aos fatores externos ao perseguir objetivos internos. Segundo, a globalização pode tornar mais difícil para as autoridades de um país controlar as condições financeiras nos mercados internos — por exemplo, ao prejudicar a transmissão da política monetária.

Este capítulo examina a evolução da importância de componentes mundiais comuns das condições financeiras internas. São desenvolvidos índices de condições financeiras (ICF) que possibilitam comparar um grande conjunto de economias avançadas e de mercados emergentes. Constatou-se que um componente comum (as condições financeiras mundiais) responde por cerca de 20% a 40% da variação do ICF interno, com uma notável heterogeneidade entre os países. Sua importância, porém, não parece haver aumentado de forma expressiva nos últimos 20 anos.

As condições financeiras mundiais são importantes, mas as evidências apontam que, em média, os países ainda parecem ter domínio de suas próprias condições financeiras — mais especificamente por meio da política monetária. Não obstante, o ritmo acelerado com que os choques externos afetam as condições financeiras internas também pode dificultar uma reação oportuna e eficaz em caso de necessidade. Uma vez que as condições financeiras mundiais tendem a responder por uma parcela maior da variabilidade do ICF nas economias de mercados emergentes, esses países, em especial, devem preparar-se para as implicações de

um aperto financeiro em escala mundial. Os governos podem promover o aprofundamento financeiro no plano interno com o intuito de reforçar a resiliência a choques financeiros globais. Em especial, o desenvolvimento de uma base de investidores locais, assim como a promoção da liquidez e do aprofundamento dos mercados de capitais e de títulos, pode ajudar a amortecer o impacto dos choques financeiros externos.