

Uma ponte para a recuperação: Síntese do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial – Outubro 2020

- Os riscos para a estabilidade financeira mundial a curto prazo por ora estão contidos. A reação oportuna e sem precedentes da política econômica ajudou a manter o fluxo de crédito à economia e criou uma ponte para a recuperação, evitando uma cadeia de reações macrofinanceiras negativas.
- Contudo, as vulnerabilidades estão aumentando, o que eleva a preocupação com a estabilidade financeira em alguns países. As vulnerabilidades aumentaram no setor corporativo não financeiro, com as empresas a assumir mais dívidas para suprir a escassez de caixa, e no setor soberano, em que o apoio à economia levou à expansão dos déficits fiscais.
- Com o desenrolar da crise, as pressões sobre a liquidez das empresas podem se transformar em insolvências, sobretudo se a recuperação for demorada. As pequenas e médias empresas são mais vulneráveis que as grandes empresas com acesso aos mercados de capitais. A trajetória futura das inadimplências será determinada, em última instância, pela extensão do apoio contínuo da política econômica e pelo ritmo de recuperação, que deve variar entre os diferentes setores e países.
- O sistema bancário internacional está bem capitalizado, mas a posição de alguns bancos é frágil e alguns sistemas bancários podem registrar déficits agregados de capital no cenário adverso do *World Economic Outlook* de outubro de 2020, mesmo com as medidas de política econômica atualmente em vigor.
- Algumas economias de mercados emergentes e de fronteira enfrentam dificuldades financeiras, o que pode levar algumas delas a uma situação de sobreendividamento ou gerar um quadro de instabilidade financeira que talvez exija apoio oficial.
- À medida que as economias reabrem, as políticas acomodatórias serão essenciais para assegurar que a recuperação se consolide e se torne sustentável, como mostra o Roteiro de Políticas a seguir. A agenda de reforma financeira pós-pandemia deve se concentrar no fortalecimento do quadro regulatório do setor financeiro não bancário e no reforço da supervisão prudencial para conter a tomada de riscos excessivos num ambiente de juros mais baixos por mais tempo.

Roteiro de política monetária e financeira após o Grande Lockdown

A reabertura gradual em meio à incerteza

Política monetária – Manter a postura acomodatória para apoiar a recuperação

Apoio à liquidez – Manter o apoio, mas ajustar os custos para incentivar uma saída gradual

Crédito à economia – Estimular os bancos a utilizar os colchões de capital e liquidez para continuar a conceder empréstimos

Setor privado não financeiro – Estender as moratórias do serviço da dívida apenas se necessário para evitar insolvências generalizadas; apoiar as empresas viáveis mediante a reestruturação e soluções extrajudiciais eficientes para reduzir o ônus da dívida, bem como prestar apoio à solvência (conforme apropriado)

Apoio multilateral – Prestar apoio às economias de mercados emergentes e de fronteira que enfrentam dificuldades financeiras

A pandemia sob controle

Política monetária – Manter a postura acomodatória até que os objetivos da política monetária sejam atingidos

Apoio à liquidez – Retirar o apoio de forma gradual

Crédito à economia – Exigir que os bancos recomponham gradativamente os colchões de capital e liquidez, formulem planos críveis para reduzir o volume de ativos problemáticos e criem mercados para esses ativos

Setor privado não financeiro – Recapitalizar, reestruturar ou liquidar empresas inviáveis

Recuperação verde – Estimular a gestão mais proativa dos riscos relacionados ao clima e os investimentos verdes

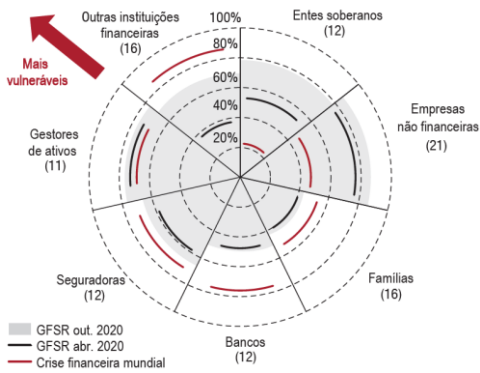
Digitalização – Incentivar mais investimentos em tecnologias digitais para aumentar a inclusão e a eficiência do setor financeiro

A agenda de reformas pós-pandemia

Setor financeiro não bancário – Reforçar o ambiente regulatório para enfrentar as vulnerabilidades expostas durante a crise da doença causada pelo novo coronavírus (Covid-19)

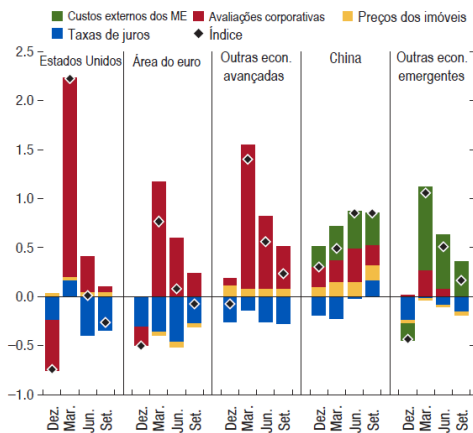
Mais baixos por mais tempo – Implementar medidas prudenciais para conter a tomada de riscos num ambiente de taxas de juros mais baixas por mais tempo

Figura 1. Proporção de países de importância sistêmica com níveis elevados de vulnerabilidades, por setor
(Em % de países com vulnerabilidade alta e média-alta; número de países vulneráveis entre parênteses)



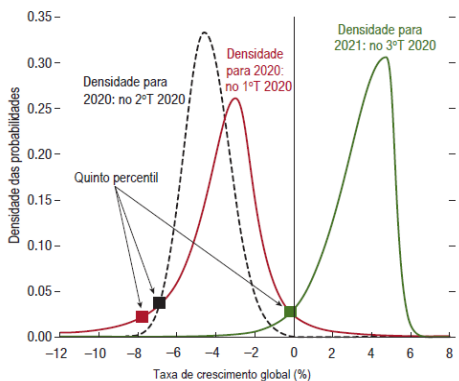
Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Haver Analytics; autoridades nacionais; Standard & Poor's; WIND Information Co.; e cálculos do corpo técnico do FMI. Nota: Com base em 29 jurisdições com setores financeiros sistemicamente importantes (ver detalhes no Capítulo 1). "Crise financeira mundial" reflete o valor máximo de vulnerabilidade em 2007–08. GFSR = Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial.

Figura 2. Principais determinantes dos índices de condições financeiras mundiais
(Desvio-padrão em relação à média)



Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de dados *International Financial Statistics*; e cálculos do corpo técnico do FMI. Nota: Ver detalhes no Capítulo 1. ME = mercados emergentes.

Figura 3. Densidades das previsões de crescimento mundial a curto prazo
(Densidades das probabilidades)



Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de dados *International Financial Statistics*; e cálculos do corpo técnico do FMI. Nota: As estimativas das densidades das previsões estão centradas nas respectivas previsões do *World Economic Outlook* para 2020 e 2021. Dada a natureza sem precedentes da atual crise, é inevitável que as estimativas de crescimento em risco baseadas em modelos estejam sujeitas a limites de incerteza maiores do que o normal.

Ao confrontar uma crise sanitária e econômica em escala mundial, as autoridades tomaram medidas extraordinárias para proteger a população, a economia e o sistema financeiro. Contudo, as perspectivas para a recuperação ainda são altamente incertas, e dependerão da disponibilidade de tratamentos e vacinas eficazes contra a Covid-19. Além disso, no início da crise, muitos países exibiam vulnerabilidades elevadas em alguns setores – gestão de ativos, empresas não financeiras e entes soberanos – e as vulnerabilidades estão aumentando, o que representa um possível obstáculo à recuperação (Figura 1).

As condições financeiras mundiais permaneceram acomodáticas desde a publicação, em junho de 2020, da *Atualização do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial*, em função da aplicação contínua de políticas de apoio. Nas economias avançadas, as baixas taxas de juros e uma recuperação nos mercados de ativos de risco continuaram a apoiar a maior flexibilização das condições financeiras (Figura 2). Nesse mesmo período, as condições financeiras também tornaram-se mais brandas, de modo geral, nos mercados emergentes (excluindo a China), embora os custos externos ainda sejam superiores aos níveis pré-Covid-19 em muitos países (Figura 2). Na China, as condições financeiras permaneceram basicamente estáveis; as autoridades reduziram as expectativas de novas reduções das taxas de juros em meio à retomada da atividade econômica e ao aumento dos riscos do setor financeiro.

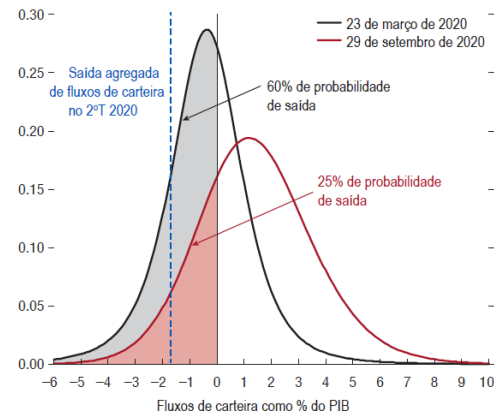
Embora a forte flexibilização das condições financeiras desde o fim de março tenha ajudado a impedir uma crise financeira e amortecer o impacto da Covid-19 na economia, a deterioração das perspectivas econômicas mergulhou a distribuição esperada do crescimento mundial em 2020 em um território profundamente negativo (Figura 3). As previsões para a economia mundial são de crescimento de 5,2% em 2021, segundo a edição de outubro de 2020 do *World Economic Outlook* (WEO). Essa recuperação esperada e as condições financeiras brandas implicam que as chances de crescimento negativo no próximo ano são pequenas, mas o balanço de riscos ainda pende para o lado negativo (Figura 3).

As medidas de política econômica sem precedentes tomadas em resposta à pandemia conseguiram estimular a confiança dos investidores e manter o fluxo de crédito à economia. Para fazer face às pressões de tesouraria, as empresas intensificaram a emissão de títulos de dívida, utilizaram linhas de crédito bancário (principalmente nos Estados Unidos) e tiraram proveito dos empréstimos garantidos pelo governo (ver Capítulo 3, no prelo).

A emissão de títulos de dívida em moeda forte pelos mercados emergentes tem sido igualmente dinâmica. Os fluxos agregados de investimentos de carteira se recuperaram em relação aos níveis mínimos de março, embora a metade das economias de mercados emergentes tenha continuado a experimentar saídas de capital nos últimos três meses. As condições financeiras brandas melhoraram as perspectivas para os fluxos de investimentos de carteira para os mercados emergentes, com a probabilidade de saídas nos próximos três trimestres caindo de cerca de 60% no auge das turbulências

Figura 4. Fluxos de capital em risco: Previsões de curto prazo sobre os fluxos de carteira

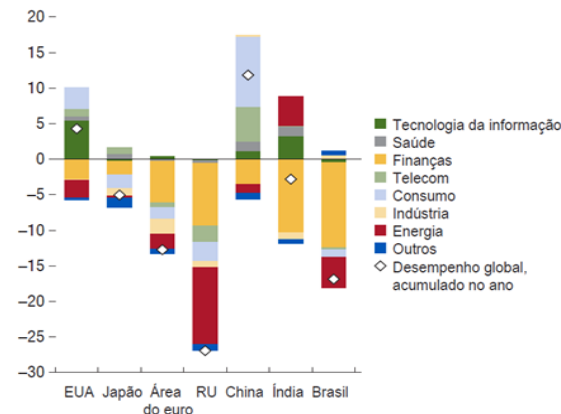
(Função de densidade de probabilidades)



Fontes: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, *World Economic Outlook*; estimativas do JP Morgan; fontes nacionais; e estimativas do corpo técnico do FMI. Nota: Com base nos fluxos de títulos de dívida e ações nos 19 maiores mercados emergentes; curto prazo = próximos três trimestres. Ver detalhes no Capítulo 1.

Figura 5. Desempenho do mercado de ações em 2020: Contribuições setoriais

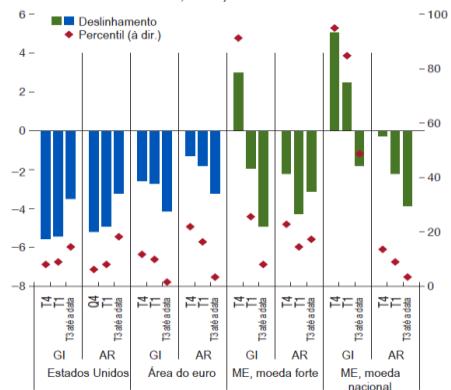
(Em %, acumulado no ano)



Fontes: Bloomberg Finance L.P.; MSCI; e cálculos do corpo técnico do FMI. Nota: Todos os índices de países são subíndices MSCI em moeda nacional. O desempenho global é baseado na agregação dos índices setoriais. "Consumo" é a soma dos setores de consumo básico e discricionário e "outros" é a soma dos setores imobiliário, de serviços públicos e de materiais. EUA = Estados Unidos; RU = Reino Unido.

Figura 6. Desalinhamento dos spreads dos títulos de dívidas

(Desvio em relação ao valor justo por unidade de risco, à esq.; percentil com base em 1995–2020, à dir.)



Fontes: Bloomberg Finance L.P.; Consensus Economics; Haver Analytics; Refinitiv I/B/E/S; e cálculos do corpo técnico do FMI. Nota: O desalinhamento é a diferença entre os valores de mercado e os valores baseados em modelos, em uma escala ajustada pelo desvio padrão das variações mensais dos spreads; os valores negativos na escala à esquerda indicam sobrevalorização. Ver detalhes no Capítulo 1. AR = alto rendimento; GI = grau de investimento. ME = mercados emergentes.

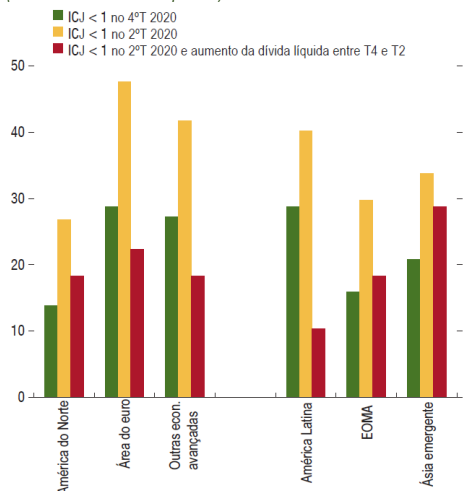
de mercado para 25% em setembro (Figura 4), porém ainda acima dos níveis pré-Covid-19.

Os mercados de ações mundiais tiveram uma forte recuperação em relação aos pontos mínimos durante a pandemia, com uma diferenciação acentuada entre os países dependendo da prevalência do vírus, do alcance do apoio da política econômica e da composição setorial. O desempenho dos mercados de ações da China e dos Estados Unidos foi melhor que os de outros mercados, impulsionado pelas ações de tecnologia (barras em verde escuro e claro, Figura 5), apesar da correção nesse setor em setembro. Os setores que envolvem maior proximidade física (hotéis, restaurantes, lazer) foram os mais impactados pelas medidas de confinamento e distanciamento social. O desempenho anêmico dos setores energético e financeiro (barras amarelas e vermelhas, Figura 5) reflete a avaliação dos investidores sobre as perspectivas de crescimento mais fraco.

Persiste o descompasso entre as precificações ascendentes de mercado e a evolução da economia, analisado na *Atualização do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial* de junho de 2020. Por exemplo, a análise dos dados acumulados no ano sobre o desempenho das bolsas norte-americanas revela que o forte recuo das perspectivas de lucros empresariais foi mais do que compensado pela baixa das taxas livres de risco e por uma compressão dos prêmios de risco das ações, o que reflete os cortes de juros dos bancos centrais e outras medidas que estimularam a confiança dos investidores, apesar da incerteza econômica mais elevada (ver Capítulo 1). Da mesma forma, o declínio do rendimento dos títulos privados foi impulsionado pela queda das taxas de juros livres de riscos – em muitos casos, abaixo dos valores estimados como coerentes com os fundamentos econômicos (Figura 6). A compressão dos spreads de crédito pode ser parcialmente atribuída às políticas de apoio e, no caso dos mercados emergentes, pode também estar associada à flexibilização das políticas pelos bancos centrais das economias avançadas. Se os mercados acreditarem que o apoio da política econômica será mantido ou mesmo ampliado em resposta à deterioração das perspectivas econômicas, as atuais avaliações dos ativos de risco poderiam ser sustentadas por algum tempo. Contudo, se os investidores reavaliarem a abrangência do apoio das políticas, as chances de um forte ajuste podem aumentar.

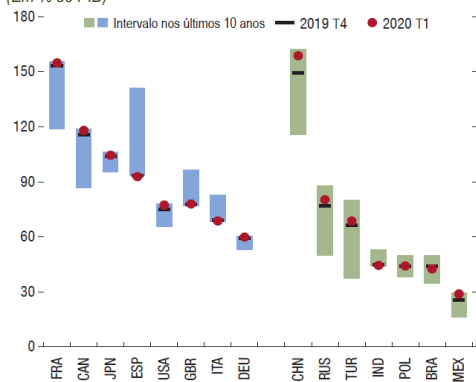
As empresas não financeiras passaram a sofrer pressões significativas de liquidez após o surto de Covid-19. Nos primeiros estágios da crise, as empresas mais vulneráveis – com posições de liquidez e solvência mais frágeis, ou aquelas de menores dimensões – foram mais afetadas pelas tensões financeiras do que seus pares (ver Capítulo 3, no prelo). Para fazer face à escassez de caixa, muitas empresas – sobretudo aquelas cujos lucros foram inferiores às despesas com juros – contraíram mais empréstimos (Figura 7), elevando ainda mais os altos índices de endividamento privado de várias economias (Figura 8). A inadimplência também está aumentando. A medida que a crise continua a se desenrolar e, principalmente, se uma recuperação sustentável demorar a

Figura 7. Empresas cotadas em bolsa: Dívida em risco
(Em % da dívida das empresas)



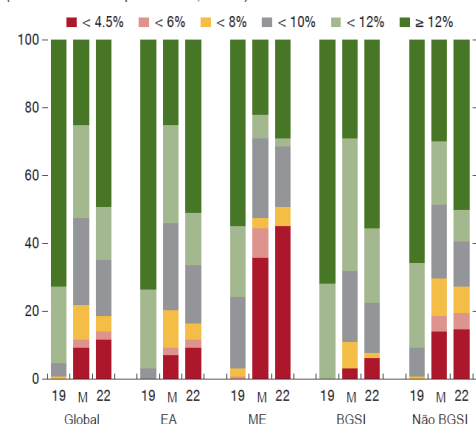
Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Bloomberg L.P.; Haver Analytics; Institute of International Finance; S&P Global Ratings; S&P Leveraged Commentary and Data; e cálculos do corpo técnico do FMI.
Nota: A amostra inclui empresas que publicam demonstrações trimestrais. As barras indicam a parcela da dívida em empresas com ICJ<1 e com um aumento da dívida líquida como parcela do total da dívida na amostra. EOMA = Europa, Oriente Médio e África; ICJ = índice de cobertura de juros.

Figura 8. Dívida corporativa agregada
(Em % do PIB)



Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Haver Analytics; e cálculos do corpo técnico do FMI.
Nota: Os rótulos dos dados usam os códigos ISO de países.

Figura 9. Distribuição dos ativos bancários por índice de capital no cenário adverso do WEO de outubro de 2020, com políticas de mitigação
(coeficiente de capital CET1, em %)



Fontes: Bloomberg Finance L.P.; Fitch; IMF, *World Economic Outlook* e *Fiscal Monitor*; e estimativas do corpo técnico do FMI.
Nota: O cenário leva em conta as políticas de mitigação (ver detalhes no Capítulo 4). BGS1 = banco global sistemicamente importante; CET1 = capital básico tier 1; EA = economias avançadas; M = ano do nível mínimo; ME = mercados emergentes.

se materializar, as pressões sobre a liquidez podem levar a insolvências.

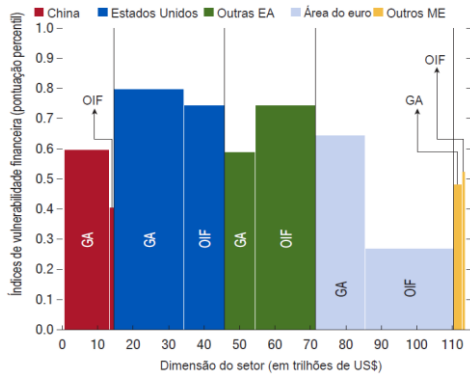
As empresas de grande porte com acesso aos mercados de capitais provavelmente conseguirão evitar pressões significativas de solvência, a menos que as condições de financiamento sofram um aperto significativo. Contudo, as empresas nos setores mais afetados pela pandemia enfrentam perspectivas de crescimento mais fraco e maiores dificuldades de liquidez e, por conseguinte, um risco mais elevado de inadimplência e insolvência. As pequenas e médias empresas, que em geral são mais vulneráveis, poderiam ser um canal importante de transmissão do choque econômico. Além disso, essas empresas tendem a dominar alguns dos setores que envolvem maior proximidade física (hotéis, restaurantes, entretenimento), que foram os mais afetados pela crise da Covid-19.

Os bancos apresentavam colchões de capital e liquidez consideravelmente mais robustos no início da crise da Covid-19 do que em 2008–09. Por isso, puderam continuar a conceder crédito à economia. As políticas que visam apoiar os mutuários e incentivar os bancos a tirar proveito da flexibilidade existente no quadro regulatório provavelmente contribuíram para a disposição e a capacidade dos bancos de conceder empréstimos. Contudo, alguns bancos já estão aplicando critérios mais rigorosos para a concessão de crédito, o que poderia ter implicações adversas para a recuperação. Uma análise prospectiva dos bancos em 29 países (não incluindo a China) mostra que no *cenário de base* do WEO de outubro de 2020 a maioria dos bancos será capaz de absorver perdas e manter colchões de capital acima dos requisitos mínimos de capital (ver Capítulo 4, no prelo). No *cenário adverso* do WEO, caracterizado por uma recessão mais profunda e uma recuperação mais fraca, um número significativo de bancos frágeis poderia ver seus colchões de capital reduzidos a níveis que talvez limitassem sua capacidade de crédito (Figura 9). A insuficiência de capital dos bancos frágeis relação aos requisitos regulatório gerais – que incluem a reserva de capital anticíclica, o colchão de conservação de capital e reservas sistêmicas – poderia chegar a 250 bilhões de dólares, mesmo após levar em conta as políticas de mitigação orientadas para mutuários e bancos (ver Capítulo 4, no prelo).

As instituições financeiras não bancárias (IFNB) entraram na crise com vulnerabilidades elevadas (Figura 10). Elas conseguiram lidar com as perturbações de mercado induzidas pela pandemia graças ao apoio das políticas públicas, mas as fragilidades ainda são significativas. Os gestores de ativos, por exemplo, poderiam ser forçados a vender ativos apressadamente se as perdas de investimentos de carteira forem expressivas e se os resgates persistirem por mais tempo. As IFNB assumiram um papel crescente nos mercados de crédito, incluindo em segmentos de maior risco, e os vínculos cada vez mais estreitos entre as IFNB e os bancos implicam que as fragilidades poderiam se propagar pelo sistema financeiro.

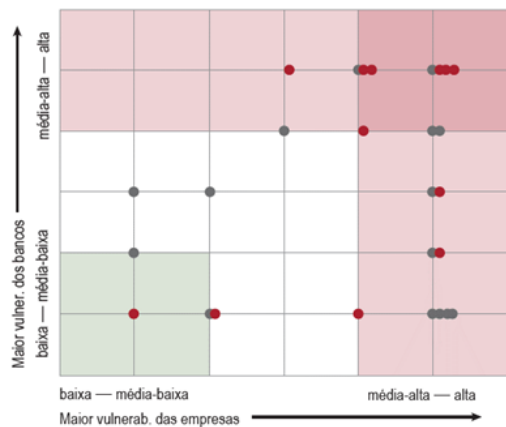
As vulnerabilidades soberanas aumentaram, uma vez que os países expandiram o apoio fiscal, e os entes

Figura 10. Instituições financeiras não bancárias: Índices de vulnerabilidade financeira e dimensão do setor



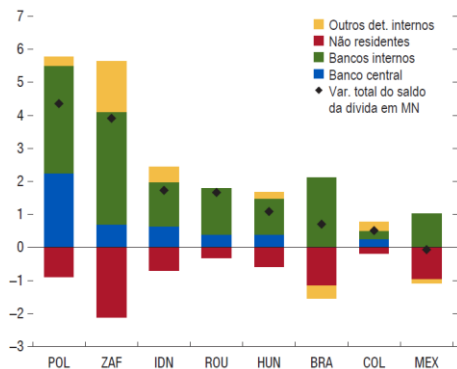
Fontes: Banco do México; Banco Central Europeu; Haver Analytics; Morningstar; Banco de Reserva da Índia; Comissão de Valores Mobiliários do Brasil; WIND Information Co.; e cálculos do corpo técnico do FMI.
 Nota: Ver detalhes no Capítulo 1. EA = economias avançadas; GA = gestor de ativos; ME = mercados emergentes; OIF = outras instituições financeiras.

Figura 11. Vulnerabilidades das empresas, bancos e entes soberanos em 29 jurisdições com setores financeiros sistemicamente importantes



Fontes: Banco de Compensações Internacionais (BIS); Haver Analytics; Institute of International Finance; FMI, *World Economic Outlook* de outubro de 2020; e cálculos do corpo técnico do FMI.
 Nota: Com base nos dados subjacentes à Figura 1; os pontos vermelhos denotam os países com vulnerabilidades soberanas média-altas ou altas.

Figura 12. Variação no saldo de títulos da dívida pública em moeda nacional por detentor, fim de fevereiro – junho de 2020 (Em % do PIB)



Fontes: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de dados do *World Economic Outlook*; fontes nacionais; e estimativas do corpo técnico do FMI.
 Nota: Os dados não são ajustados para a dívida indexada. O total para a África do Sul difere ligeiramente das variações agregadas dos componentes. Os títulos de dívida pública da Indonésia detidos pelo banco central são reportados líquidos das operações monetárias, por fonte. Os rótulos dos dados usam os códigos ISO de países. MN = moeda nacional.

soberanos podem enfrentar uma forte elevação dos passivos contingentes. As vulnerabilidades aumentaram em uma multiplicidade de setores, com 6 de 29 jurisdições com setores financeiros sistemicamente importantes exibindo vulnerabilidades elevadas nos setores corporativo, bancário e soberano (Figura 11).

As necessidades financeiras dos mercados emergentes aumentaram acentuadamente por causa da pandemia. As preocupações com a nova emissão de dívida e os fracos fundamentos econômicos internos podem ter deprimido a demanda de investidores estrangeiros por títulos de dívida em moeda nacional (Figura 12), sobretudo quando eles detêm uma parcela expressiva da dívida e quando a base de investidores domésticos talvez não seja suficientemente profunda. Alguns bancos centrais de mercados emergentes adquiriram uma parcela substancial de títulos de dívida no mercado secundário (ver Capítulo 2, no prelo). Os desafios financeiros são ainda maiores para as economias de mercados de fronteira, pois para muitas delas o choque da Covid-19 elevou os custos de endividamento para níveis proibitivos – o que exige apoio oficial.

À medida que as autoridades constroem uma ponte para a recuperação, as políticas terão de se ajustar, dependendo da evolução da pandemia e do ritmo de recuperação econômica (ver o Roteiro de Políticas, no quadro de abertura deste Resumo Analítico). Em cada etapa, as autoridades precisarão estar atentas aos *trade-offs* intertemporais e às consequências indesejadas – as vantagens de usar os colchões de capital hoje devem ser cuidadosamente equilibradas com a possível necessidade de conceder mais apoio no futuro, bem como com o risco de exacerbar as vulnerabilidades que estão por vir.

Conforme as economias reabrem, a manutenção de políticas monetárias acomodáticas e o apoio direcionado à liquidez serão essenciais para sustentar a recuperação. Um quadro robusto de reestruturação de dívidas será fundamental para reduzir o sobre-endividamento e liquidar empresas inviáveis. Os países de baixa renda que enfrentem dificuldades financeiras talvez necessitem de apoio multilateral. Apesar dos seus efeitos adversos sobre o desempenho ambiental das empresas, a crise da Covid-19 também apresenta uma oportunidade para construir uma recuperação mais verde (ver Capítulo 5, no prelo).

Após a pandemia estar totalmente sob controle, o apoio das políticas públicas poderá ser removido gradativamente, e a prioridade será reconstituir os colchões de capital bancários, fortalecer a regulação das instituições financeiras não bancárias e reforçar a supervisão prudencial para conter a tomada de riscos excessivos num ambiente de juros mais baixos por mais tempo.