

RELATÓRIO SOBRE A ESTABILIDADE FINANCEIRA MUNDIAL, OUTUBRO DE 2015

RESUMO ANALÍTICO

A estabilidade financeira aumentou nas economias avançadas

A estabilidade financeira aumentou nas economias avançadas desde a publicação da edição de abril de 2015 do *GFSR*, o relatório do FMI sobre a estabilidade financeira mundial. Esse avanço reflete o fortalecimento da conjuntura macrofinanceira nessas economias à medida que a recuperação se ampliou, a confiança nas políticas monetárias se consolidou e os riscos de deflação foram atenuados em certa medida na área do euro.

O *Federal Reserve* está pronto para elevar as taxas de juros, pois quase todas as condições para a decolagem estão presentes. Essa elevação deve ajudar a conter uma maior acumulação de riscos financeiros excessivos. Graças, em parte, à confiança inspirada pelas políticas do Banco Central Europeu (BCE), as condições de crédito estão melhorando e a demanda por crédito está se recuperando. Os setores empresariais estão exibindo sinais tímidos de melhoria, o que poderia estimular o investimento e a assunção de riscos econômicos, inclusive nos Estados Unidos e no Japão, embora a partir de níveis baixos.

Os riscos continuam a se deslocar para os mercados emergentes, em meio à intensificação dos riscos de liquidez do mercado

Apesar dessas melhorias nas economias avançadas, as vulnerabilidades dos mercados emergentes continuam elevadas, o apetite por riscos diminuiu e os riscos de liquidez de mercado se intensificaram. Embora muitas economias de mercados emergentes tenham reforçado seus quadros de políticas e a resiliência a choques externos, várias das principais economias enfrentam desequilíbrios internos substanciais e um crescimento mais baixo, conforme destacado na edição de outubro de 2015 do *World Economic Outlook (WEO)*. Muitas economias nesses mercados recorreram à rápida criação de crédito para evitar os piores impactos da crise mundial. Isso aumentou drasticamente o endividamento do setor privado em muitas economias, especialmente em setores cíclicos, e foi acompanhado de um aumento das exposições cambiais, cada vez mais influenciado por fatores mundiais. Essa confluência de endividamento e exposição cambial aumentou a sensibilidade dessas economias a um aperto das condições financeiras mundiais (ver capítulo 3).

À medida que as economias de mercados emergentes se aproximam da fase final do ciclo de crédito, as reservas de capital dos bancos diminuem, enquanto os empréstimos em mora tendem a aumentar em meio à deterioração dos lucros das empresas e da qualidade dos ativos. Na China, os bancos estão apenas começando a abordar o problema crescente da qualidade dos ativos, associado ao enfraquecimento cada vez maior em áreas fundamentais do setor empresarial. Essa evolução nos sistemas bancários dos mercados emergentes contrasta com a observada nas economias avançadas, cujos bancos se dedicaram, nos últimos anos, a desalavancar e sanear seus balanços, aumentar o capital e reforçar os mecanismos de financiamento.

Em um contexto difícil de queda dos preços das commodities e desaceleração do crescimento, vários entes soberanos de mercados emergentes estão sujeitos a um risco maior de perda do grau de investimento no médio prazo. As pressões sobre as classificações de crédito soberanas poderiam se intensificar se os passivos contingentes das empresas estatais — que contêm uma porcentagem elevada e crescente de títulos empresariais emitidos por mercados emergentes — tivessem que ser assumidos pelo Estado, por exemplo, no caso de papéis emitidos por empresas do setor de petróleo, gás e serviços públicos.

As autoridades enfrentam um desafio triplo

Assim como na edição de outubro de 2015 do *WEO*, o panorama de base para a estabilidade financeira é caracterizado por uma recuperação cíclica ininterrupta, mas com uma perspectiva de crescimento no médio prazo pouco promissora, tanto nas economias avançadas como nos mercados emergentes. Nas economias avançadas, o fortalecimento dos balanços privados e a manutenção das condições monetárias e financeiras acomodáticas estimularam uma recuperação cíclica, mas ainda não foram alcançados níveis mais altos de crescimento autossustentável. Os mercados emergentes enfrentam enormes desafios, pois devem se adaptar às novas realidades dos mercados mundiais a partir de uma posição mais vulnerável.

A normalização efetiva das condições financeiras e monetárias traria benefícios macrofinanceiros e mitigaria consideravelmente os riscos de deterioração da conjuntura. Este relatório analisa as perspectivas de normalização em três cenários: um cenário de base; um cenário otimista, que prevê uma normalização efetiva, e um cenário pessimista, caracterizado por transtornos nos mercados internacionais de ativos. Nesse contexto, o panorama financeiro mundial se vê afetado por três desafios gerais para a política que se tornaram evidentes nos últimos meses:

- *As vulnerabilidades dos mercados emergentes:* Conforme discutido no *WEO*, o crescimento nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento deve cair pelo quinto ano consecutivo. Muitos mercados emergentes tornaram-se mais resilientes a choques externos ao aumentar a flexibilidade cambial, acumular mais

reservas estrangeiras, recorrer mais a fluxos de IED e ao financiamento externo em moeda nacional e, de modo geral, reforçar seus quadros de política econômica. Contudo, os balanços de muitas empresas e bancos de mercados emergentes estão sob pressão. Essas empresas estão mais suscetíveis à tensão financeira, à desaceleração da economia e a saídas de capital. Em alguns dos principais mercados emergentes, a deterioração da saúde das empresas ameaça intensificar a ligação entre os entes soberanos e as empresas e entre as empresas e os bancos. A China, em especial, precisa encontrar um delicado equilíbrio entre fazer a transição para um crescimento movido pelo consumo sem que a atividade se desacelere demasiadamente e, ao mesmo tempo, reduzir as vulnerabilidades financeiras e adotar um sistema mais baseado no mercado; trata-se de um conjunto de objetivos nada fáceis. Os últimos desdobramentos no mercado — a queda dos preços das commodities, o estouro da bolha do mercado de ações e de crédito com contas de margem na China, a queda das ações nos mercados emergentes e a pressão sobre as taxas de câmbio — salientam esses desafios.

- *Os legados da crise das economias avançadas:* A elevada dívida pública e privada nas economias avançadas e as lacunas ainda não preenchidas na arquitetura da área do euro são temas que precisam ser solucionados para consolidar a estabilidade financeira e evitar tensões políticas e danos à confiança e ao crescimento. A área do euro ainda precisa superar as vulnerabilidades que restam nos setores soberano e bancário.
- *A escassa liquidez de mercado sistêmica:* Este fator dificulta a adaptação a novos equilíbrios nos mercados e na economia em geral. Políticas extraordinariamente acomodáticas contribuíram para uma compressão dos prêmios de risco em uma variedade de mercados, inclusive os de títulos soberanos e de crédito a empresas, assim como para uma compressão dos prêmios de risco de liquidez e de renda variável. Embora a evolução recente dos mercados tenha aliviado parte dessa compressão, os prêmios de risco poderiam voltar a subir. Agora que o *Federal Reserve* está na iminência de iniciar o processo gradual de aperto da política monetária, o sistema financeiro internacional se vê diante de um ajuste sem precedentes à medida que os prêmios de risco se “normalizarem”, a partir de níveis historicamente baixos, em meio ao aumento das taxas de política monetária e uma modesta recuperação cíclica. As condições de mercado anormais terão que se ajustar sem sobressaltos à nova conjuntura. Mas há o risco de uma rápida descompressão, sobretudo em vista de estruturas de mercado que parecem ser menos sólidas e de fragilidades do mercado concentradas nos canais de intermediação do crédito, fatores que poderiam adquirir mais relevância à medida que as condições financeiras se normalizem (ver capítulo 2). De fato, os recentes episódios de forte volatilidade nos mercados e os deslocamentos da liquidez ao longo das classes de ativos de mercados avançados e emergentes realçam esse desafio.

São necessárias medidas de política firmes para assegurar uma “normalização efetiva”

Uma vez que as perspectivas de base quanto à estabilidade financeira e à situação econômica são relativamente fracas, os riscos continuam a apresentar um viés negativo. Portanto, a normalização efetiva das condições financeiras e monetárias, além de uma transição sem sobressaltos para níveis de crescimento mais elevados, exigirá novas medidas de política para superar desafios urgentes, com destaque para:

- Um esforço contínuo do *Federal Reserve* para manter uma comunicação clara e coerente que permita absorver o aumento das taxas de juros sem sobressaltos, o que é essencial para a saúde financeira mundial.
- Na área do euro, mais avanços no fortalecimento da arquitetura financeira da moeda comum a fim de reforçar a confiança dos mercados e das empresas. Medidas para solucionar o superendividamento privado e os empréstimos bancários em mora na zona do euro promoveriam a atividade financeira dos bancos e a saúde das empresas, além de estimular o investimento.
- O reequilíbrio e a desalavancagem gradual na China, o que exigirá muito cuidado e um forte compromisso com reformas baseadas no mercado e um maior fortalecimento do sistema financeiro.
- De modo mais geral, enfrentar os desafios cíclicos e estruturais nos mercados emergentes, o que será crucial para sustentar a melhoria das perspectivas e a resiliência. As autoridades nesses mercados devem monitorar regularmente as exposições cambiais das empresas, inclusive as posições em derivativos, e lançar mão de ferramentas micro e macroprudenciais para desestimular o aumento excessivo da alavancagem e do endividamento externo.
- Proteger-se contra a iliquidez do mercado e reforçar as estruturas de mercado, tarefas prioritárias, sobretudo nos mercados das economias avançadas.
- Assegurar a solidez e a saúde dos bancos e do sistema de poupança de longo prazo (por ex., seguradoras e fundos de pensão), o que é crucial, conforme destacado na edição de 2015 do *GFSR*.

Se adotarem as medidas de política reforçadas e ambiciosas detalhadas neste relatório, as autoridades podem ajudar a estabelecer uma trajetória mais firme de crescimento e estabilidade financeira, ao mesmo tempo em que evitam os riscos de deterioração. Esse cenário otimista beneficiaria a economia mundial e aumentaria o produto mundial 0,4% acima da previsão de base para 2018. Novas reformas estruturais que promovam o crescimento, detalhadas no *WEO*, poderiam reforçar os alicerces do crescimento e da estabilidade, para além dos benefícios discutidos aqui.

Possíveis choques ou equívocos nas políticas poderiam levar a transtornos nos mercados internacionais de ativos

Se não forem tomadas medidas que assegurem uma normalização efetiva, possíveis choques adversos ou equívocos nas políticas poderiam provocar um aumento abrupto dos prêmios de risco nos mercados e uma rápida erosão da confiança nas políticas. Os choques podem ter origem nos mercados avançados ou emergentes e, combinados com as vulnerabilidades não resolvidas do sistema, poderiam levar a transtornos nos mercados internacionais de ativos e a uma repentina evaporação da liquidez de mercado em muitas classes de ativos. Nessas condições, podem surgir distorções significativas — embora passageiras — na avaliação dos ativos, com repercussões negativas para a estabilidade financeira (ver capítulo 2). Nesse cenário pessimista, condições financeiras consideravelmente mais restritivas poderiam paralisar a recuperação cíclica e solapar a confiança nas perspectivas de crescimento a médio prazo. Um crescimento nominal baixo geraria pressões sobre os balanços soberanos e privados carregados de dívidas, elevando os riscos de crédito. Os mercados emergentes enfrentariam a alta dos prêmios de risco mundiais e fortes saídas de capital, pressionando, sobretudo, as economias com desequilíbrios internos. As taxas de inadimplência no setor empresarial subiriam, especialmente na China, o que agravaria a tensão no sistema financeiro e traria implicações para o crescimento. Esses desdobramentos fariam ressurgir os riscos para os balanços soberanos, especialmente nas economias vulneráveis da Europa, e produziriam uma interação negativa entre os riscos empresariais e soberanos nos mercados emergentes. Em consequência, o produto mundial agregado poderia chegar a recuar 2,4% até 2017 em relação à projeção de base. Isso implica um crescimento mundial mais baixo, mas ainda positivo.