

Condições financeiras mais distendidas, mas há riscos de insolvências

Síntese da Atualização do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial

- Os preços dos ativos de risco se recuperaram após despencarem no início do ano, enquanto os juros de referência caíram, levando a um relaxamento geral das condições financeiras.
- Ações rápidas e corajosas dos bancos centrais para lidar com as graves tensões animaram os mercados financeiros, incluídos os mercados emergentes, onde vários países recorreram pela primeira vez à compra de ativos, o que ajudou a relaxar as condições financeiras.
- Em meio a enormes incertezas, surgiu um descompasso entre os mercados financeiros e a evolução da economia real, uma vulnerabilidade que poderia representar uma ameaça à recuperação caso diminua o apetite dos investidores por risco.
- Outras vulnerabilidades do sistema financeiro podem ser cristalizadas pela pandemia de COVID-19. Níveis elevados de endividamento podem se tornar incontroláveis para alguns devedores, e as perdas decorrentes de insolvências podem pôr à prova a resiliência dos bancos em alguns países.
- Algumas economias de mercados emergentes e de fronteira estão enfrentando riscos de refinanciamento, e alguns países perderam o acesso aos mercados.
- Embora continuem a apoiar a economia real, as autoridades precisam monitorar de perto as vulnerabilidades financeiras e salvaguardar a estabilidade financeira.

Os preços dos ativos de risco se recuperaram graças a medidas sem precedentes tomadas pelos bancos centrais.

Nos dois meses desde a publicação do *Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial* de abril de 2020, houve um relaxamento considerável das condições financeiras mundiais após o forte aperto no início do ano. Essa distensão se deve a uma combinação de queda acentuada das taxas de juros e forte recuperação das avaliações dos mercados de ativos de risco (Figura 1).

Nas economias com setores financeiros de importância sistêmica, os mercados de ações conseguiram se reerguer após o ponto mínimo atingido em março, recuperando, em média, cerca de 85% dos níveis registrados em meados de janeiro, porém com alguma dispersão (Figura 2)¹. Embora algumas bolsas tenham recuperado todas as suas perdas, outras ainda estão cerca de 25% abaixo do

¹ Neste caso, economias com setores financeiros de importância sistêmica são aquelas cuja avaliação no âmbito dos Programas de Avaliação da Estabilidade Financeira é obrigatória a cada cinco anos, as chamadas economias S-29: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Coreia, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Hong Kong (RAE), Índia, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Noruega, Países Baixos, Polónia, Reino Unido, Rússia, Singapura, Suécia, Suíça e Turquia.

nível de meados de janeiro. Em paralelo com a recuperação dos preços, a volatilidade dos mercados de ações caiu de seu pico em março, mas permanece acima de sua média de longo prazo.

As medidas rápidas e sem precedentes dos bancos centrais têm sido um fator importante na recuperação do mercado. Nos Estados Unidos, por exemplo, a virada nos preços dos ativos de risco ocorreu por volta de 23 de março, após o Federal Reserve anunciar US\$ 2,3 trilhões em linhas de crédito para combater a crise (Figura 3). Observa-se um padrão semelhante nos mercados financeiros de modo geral.

Nos mercados de crédito, os spreads baixaram consideravelmente em relação a seus picos anteriores. Em média, cerca de 70% do aumento inicial foi revertido (Figura 4). Verifica-se, porém, certa divergência no nível dos spreads entre as classificações de risco e a localização geográfica. Houve um forte aumento das emissões de títulos por tomadores com boa classificação de risco, e os mercados reabriram também para os tomadores de grau especulativo.

O sentimento dos investidores em relação às economias de mercados emergentes também melhorou visivelmente. Os fluxos de investimento de carteira para essas economias estabilizaram-se após as saídas históricas do início deste ano (Figura 5). Contudo, os investidores continuam a diferenciar entre as economias emergentes e as de fronteira, com alguns fluxos de capital para determinados países e classes de ativos. Os países com classificações mais altas também conseguiram emitir dívida em moeda forte a um ritmo historicamente elevado até agora neste ano, mais rápido do que economias com classificação de crédito mais baixa. Essa diferença ressalta as pressões externas que algumas economias de mercados emergentes ainda enfrentam.

Essa recuperação geral nos mercados financeiros tem sido acompanhada por um otimismo crescente dos investidores acerca das perspectivas de uma rápida recuperação econômica. O sentimento dos mercados tem sido reforçado pela reabertura de algumas economias e pela flexibilização das medidas de isolamento relacionadas à COVID-19. Além disso, ao que parece, os investidores preveem uma acomodação sem precedentes da política monetária para continuar a apoiar a economia mundial por um longo tempo.

As medidas adotadas pelos bancos centrais estimularam o apetite dos investidores por risco. As taxas de juros de referência em vários países foram reduzidas ainda mais e os investidores esperam que os juros permaneçam bastante baixos por vários anos. Os balanços das autoridades monetárias das economias avançadas cresceram após novas rodadas de compra de ativos, apoio à liquidez do sistema bancário, linhas de swap em dólares e outros mecanismos destinados a sustentar o fluxo de crédito para a economia (Figura 6). Os ativos agregados dos bancos centrais do Grupo dos Dez (G-10) aumentaram em cerca de US\$ 6 trilhões desde meados de janeiro, mais do dobro do aumento observado durante os dois anos da crise financeira mundial a partir de dezembro de 2007, e correspondem a quase 15% do PIB do G-10.

Vários bancos centrais de mercados emergentes adotaram pela primeira vez medidas de política não convencionais. Alguns países lançaram programas de compra de ativos para apoiar a política monetária; outros o fizeram para apoiar a liquidez do mercado (Figura 7). Esses programas previam a compra de uma gama de ativos, como títulos públicos, títulos com garantia pública, dívida privada e títulos garantidos por hipotecas.

Medidas de política fiscal e financeira também ajudaram a apoiar o sentimento dos investidores. Governos de todo o mundo vêm oferecendo grandes linhas emergenciais para socorrer pessoas e empresas, totalizando quase US\$ 11 trilhões (como mostra a base de dados do *Fiscal Monitor* sobre as medidas tomadas pelos países em resposta à pandemia de COVID-19)². As autoridades financeiras também reforçaram a confiança dos mercados por meio de uma série de políticas, como oferecimento de garantias de crédito pelo setor público, apoio à reestruturação de empréstimos e incentivo aos bancos para usar os colchões de capital e de liquidez disponíveis para apoiar a concessão de crédito (ver a *IMF Policy Tracker*, uma ferramenta de acompanhamento das respostas à COVID-19)³.

Essa combinação inédita de políticas de apoio parece ter conseguido manter os fluxos de crédito. O impulso ao apetite dos investidores por risco ajudou a elevar a emissão de títulos nos mercados, e os bancos também continuaram a emprestar na maioria das principais economias.

Surgiu um descompasso entre o otimismo do mercado financeiro e a evolução da economia mundial.

O clima de otimismo entre os investidores baseia-se no forte amparo das políticas em meio a enormes incertezas sobre a amplitude e a velocidade da recuperação econômica. Os mercados parecem estar prevendo uma retomada rápida, em “v”, da atividade, conforme ilustrado pela forte recuperação nas previsões de consenso do S&P500 sobre os ganhos das empresas (Figura 8). Contudo, dados econômicos recentes e indicadores de alta frequência sugerem uma retração mais profunda do que a esperada, conforme discutido na atualização de junho de 2020 do *World Economic Outlook*. Isso gerou uma divergência entre a precificação do risco nos mercados financeiros e as perspectivas econômicas, pois os investidores parecem estar apostando em um apoio contínuo e sem precedentes dos bancos centrais. Essa tensão pode ser ilustrada, por exemplo, pela recente recuperação do mercado de ações dos EUA, de um lado, e pela queda acentuada da confiança do consumidor, do outro (Figura 9). Esse descolamento levanta dúvidas sobre a possível sustentabilidade da recuperação atual do mercado de ações se não fosse pelo impulso ao sentimento proporcionado pelo apoio do banco central.

O descompasso entre os mercados e a economia real aumenta o risco de uma nova correção nos preços dos ativos de risco caso diminua o apetite dos investidores por risco, o que representa uma ameaça à recuperação. Por exemplo, nos mercados de ações, já ocorreram repiques em meio a um cenário de baixa durante períodos de pressão econômica significativa, que muitas vezes acabaram se revertendo. Nos mercados de títulos privados, os spreads das empresas com grau de investimento atualmente estão relativamente contidos, ao contrário do forte aumento observado durante choques econômicos significativos anteriores (Figura 10).

De fato, em muitos mercados de ações e títulos privados, os preços parecem excessivos. De acordo com os modelos do FMI, a diferença entre os preços de mercado e as avaliações dos fundamentos está próxima das máximas históricas na maioria dos principais mercados de ações e títulos

² A base de dados sobre medidas fiscais está disponível em <http://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

³ A ferramenta de acompanhamento de políticas está disponível em <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#top>.

das economias avançadas, embora o inverso seja verdadeiro no caso das ações em algumas economias de mercados emergentes (Figura 11)⁴.

Diversos eventos poderiam resultar em uma reprecificação dos ativos de risco, um desdobramento que poderia aumentar a pressão financeira em meio a uma recessão econômica que já atinge proporções inéditas. Por exemplo, a recessão poderia ser mais longa e profunda do que o previsto atualmente pelos investidores. Poderia haver uma segunda onda do vírus, e poderiam ser reinstituídas medidas de contenção. As expectativas do mercado sobre a duração e amplitude do apoio dos bancos centrais aos mercados financeiros podem revelar-se excessivamente otimistas, levando os investidores a reavaliar seu apetite por risco e a reprecificar os riscos. Um ressurgimento das tensões comerciais pode azedar o sentimento do mercado, pondo em risco a recuperação. Por último, uma ampliação dos distúrbios sociais em todo o mundo em resposta à crescente desigualdade econômica poderia acarretar uma reversão do sentimento dos investidores.

A pandemia poderia cristalizar outras vulnerabilidades financeiras acumuladas ao longo da última década.

Primeiro, tanto nas economias avançadas como nas emergentes, o endividamento das empresas e das famílias pode tornar-se incontrolável para alguns tomadores durante uma grave contração econômica. Conforme discutido em edições anteriores do *Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial*, a dívida privada agregada vem aumentando ao longo de vários anos, tendo chegado a níveis historicamente altos em relação ao PIB. A dívida das famílias também cresceu, sobretudo nos países que conseguiram escapar do pior impacto da crise financeira mundial de 2007-8. Isso significa que atualmente existem muitas economias com níveis de dívida elevados que devem enfrentar uma desaceleração econômica extremamente acentuada (Figura 12). Essa deterioração dos fundamentos econômicos já levou ao ritmo de inadimplência corporativa mais acelerado desde a crise financeira mundial, e existe o risco de um impacto mais amplo sobre a solvência das empresas e das famílias (Figura 13).

Segundo, as inadimplências irão testar a resiliência do setor bancário. No início da crise, os bancos apresentavam reservas de liquidez e de capital mais elevadas por causa das reformas promovidas na sequência da crise financeira mundial, e podem utilizar essas reservas para apoiar a concessão de crédito e absorver perdas. Alguns bancos já começaram a reforçar as provisões para perdas previstas com seus empréstimos, como mostram os relatórios sobre os resultados do primeiro trimestre. Isso provavelmente continuará à medida que os bancos avaliem a capacidade dos devedores de pagar seus empréstimos, ao mesmo tempo em que contabilizam o apoio que os governos têm prestado às famílias e empresas⁵. A expectativa de ainda mais pressão sobre os bancos, juntamente com o baixo nível dos juros, reflete-se nas previsões dos analistas para a rentabilidade dos bancos (Figura 14).

⁴ As estimativas baseadas em modelos das avaliações dos fundamentos podem não levar em conta plenamente as medidas de política financeira sem precedentes adotadas nos últimos meses, como as linhas de créditos e a compra de ativos por parte dos bancos centrais para sustentar o fluxo de crédito para a economia, assim como garantias de crédito que têm sido oferecidas por alguns governos. Mais informações sobre o modelo estão disponíveis no Anexo Online da edição de outubro de 2019 do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/onlineannex11.aspx?la=en>.

⁵ Esse apoio tem sido prestado de diversas formas, como empréstimos públicos, garantias públicas de crédito, reestruturação dos prazos dos empréstimos e moratória dos pagamentos.

Terceiro, as empresas e os mercados financeiros não bancários podem enfrentar novas turbulências. Os acontecimentos de março, quando os intermediários financeiros não bancários beneficiaram-se de um apoio maciço de políticas, levam a crer que eles são vulneráveis a correções procíclicas diante de um choque externo. Essas empresas agora têm um papel mais importante no sistema financeiro, como discutido na edição de abril de 2020 do *Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial*, e o comportamento desse setor mais amplo durante uma profunda recessão ainda não foi testado. Existe o risco de as empresas financeiras não bancárias também enfrentarem choques no caso de uma onda geral de insolvências. Além disso, elas poderiam atuar como um amplificador dessa turbulência. Por exemplo, um choque substancial nos preços dos ativos poderia provocar novos fluxos de saída de fundos de investimento, o que, por sua vez, poderia desencadear fortes liquidações pelos gestores desses fundos, o que agravaria ainda mais as pressões sobre os mercados.

Quarto, alguns mercados emergentes e de fronteira estão enfrentando grande necessidade de refinanciamento externo. Na conjuntura atual, as economias que precisem refinar mais dívida correm um risco maior de ter de rolar essa dívida a um custo mais alto. Alguns países com grandes necessidades de refinanciamento também têm um nível relativamente baixo de suficiência de reservas (Figura 15). Isso poderia dificultar a reação das autoridades dessas economias a novos fluxos de saída de investimentos de carteira, sobretudo se o câmbio não for flexível. Rebaixamentos da classificação de crédito poderiam pressionar ainda mais os custos de financiamento e os fluxos de capital. Até aqui no ano, mais de um terço das economias exportadoras de petróleo avaliadas pelas principais agências de classificação de risco foram rebaixadas, em comparação com o rebaixamento de cerca de um quarto das outras economias (Figura 16).

As autoridades precisam encontrar o equilíbrio correto em suas políticas de resposta à pandemia.

Em um ambiente de difíceis escolhas de políticas, as autoridades precisam continuar a apoiar a recuperação e, ao mesmo tempo, assegurar a solidez das instituições financeiras e preservar a estabilidade financeira, conforme destacado no box sobre ‘Prioridades da política financeira em resposta à crise’, a seguir. É preciso estar atento às implicações do risco intertemporal desse apoio. Não há dúvida de que o uso sem precedentes de instrumentos não convencionais amorteceu o impacto da pandemia sobre a economia mundial e reduziu o perigo imediato enfrentado pelo sistema financeiro mundial. No entanto, é preciso ter cuidado para evitar uma acumulação ainda maior de vulnerabilidades em uma conjuntura de condições financeiras relaxadas. Uma vez que a recuperação esteja firme em seu curso, as autoridades devem tratar sem demora das fragilidades financeiras que podem semear problemas futuros e pôr em risco o crescimento no médio prazo.

As figuras do texto podem ser consultadas na versão em inglês⁶.

⁶ A versão em inglês está disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>

Prioridades da política financeira em resposta à crise

Os **bancos centrais** devem manter a orientação acomodatória da política monetária ao cumprir seus mandatos relativos à inflação e estabilidade financeira, usando instrumentos convencionais e não convencionais pelo tempo que for necessário para apoiar o fluxo de crédito às famílias e empresas. Devem também continuar a fornecer liquidez para evitar prejudicar as condições de financiamento e o funcionamento dos principais mercados monetários, cambiais e de títulos. Ao mesmo tempo, os bancos centrais devem avaliar cuidadosamente que mercados são essenciais para manter a estabilidade financeira e conceber programas de apoio para minimizar o risco moral e os riscos para si mesmos.

As **autoridades nas economias em desenvolvimento e de mercados emergentes** devem usar regimes de câmbio flexíveis para absorver as pressões externas, sempre que possível. Nos países com níveis suficientes de reservas, a intervenção cambial pode contrabalançar a iliquidez de mercado e ajudar a mitigar a volatilidade excessiva nos mercados de câmbio. Diante de uma crise iminente, podem ser tomadas medidas de gestão dos fluxos de saída de capitais como parte de um amplo pacote de políticas, mas essas medidas devem ser implementadas de forma transparente, ser temporárias e ser suspensas tão logo as condições de crise sejam superadas. Os gestores da dívida soberana devem pôr em prática planos de contingência para lidar com um período prolongado de acesso limitado aos mercados de financiamento externo.

Os colchões de capital, de liquidez e macroprudenciais dos **bancos** devem ser usadas para absorver perdas e administrar as pressões em termos de liquidez, bem como para ajudar a apoiar o crédito à economia. Os bancos devem suspender o pagamento de dividendos e a recompra de ações enquanto a crise perdurar, para ajudar a apoiar as reservas de capital. Nos casos em que os bancos enfrentem choques consideráveis e duradouros e em que a adequação de seu capital regulamentar seja afetada, os supervisores devem tomar medidas específicas, como pedir aos bancos que apresentem planos críveis de restauração do capital regulamentar. Ao longo do processo, a divulgação transparente dos riscos e a orientação clara dos supervisores serão importantes.

Os **reguladores do setor de seguros** nos países que estejam enfrentando períodos de turbulência extrema nos mercados podem precisar usar a flexibilidade embutida na regulamentação, por exemplo, para estender o período permitido para a recuperação das seguradoras afetadas. No entanto, os supervisores não devem baixar os padrões e devem solicitar às seguradoras que formulem planos críveis para que consigam restabelecer suas posições de solvência enquanto continuam a oferecer a cobertura necessária aos segurados.

Os **gestores de ativos** devem assegurar que a gestão do risco de liquidez continue sendo realizada de maneira robusta e eficaz. Devem apoiar a oferta de um amplo conjunto de ferramentas de gestão da liquidez e incentivar os gestores de fundos a fazer pleno uso das ferramentas disponíveis, sempre que seja do interesse dos cotistas. Os órgãos normativos devem rever a estrutura macroprudencial para os gestores de ativos.

A **cooperação multilateral** é necessária para proteger o sistema financeiro mundial. Talvez seja preciso oferecer linhas de swap bilaterais e multilaterais a uma gama mais ampla de países para aliviar as pressões sobre o financiamento em moeda estrangeira. Além disso, deve ser evitada qualquer reversão ou fragmentação da regulamentação do sistema financeiro internacional por meio de medidas internas que solapem as normas internacionais.