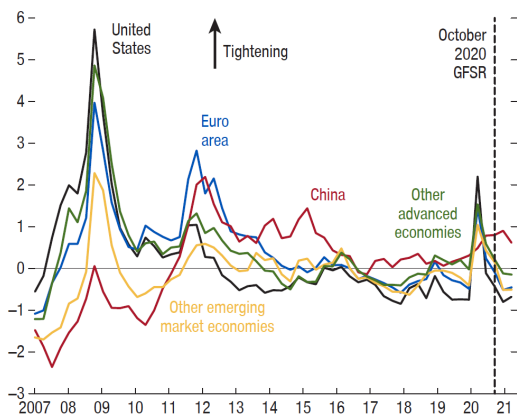


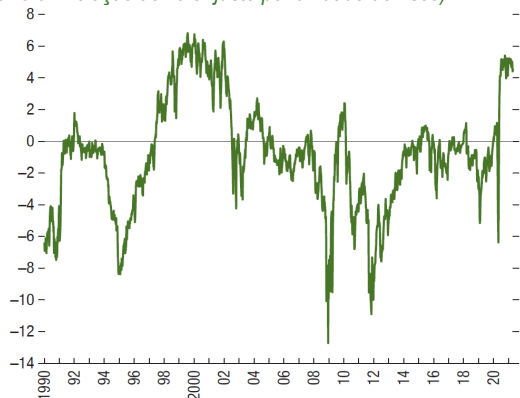
Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial de abril de 2021: Antecipar-se a um legado de vulnerabilidades

Gráfico 1. Índices de condições financeiras
(desvios padrão em relação à média)



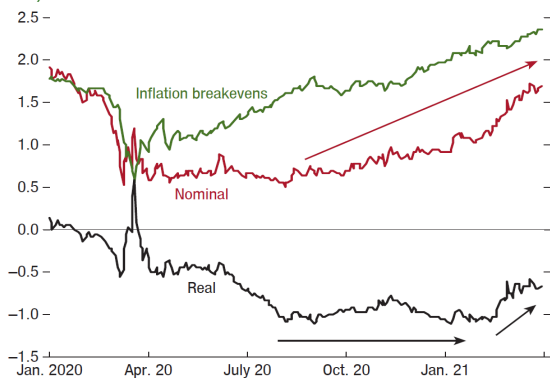
Source: IMF staff calculations.
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

Gráfico 2. Desalinhamento do mercado acionário dos EUA
(desvio em relação ao valor justo por unidade de risco)



Source: IMF staff calculations.

Gráfico 3. Taxas nominais e reais dos títulos de 10 anos nos EUA
(em %)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

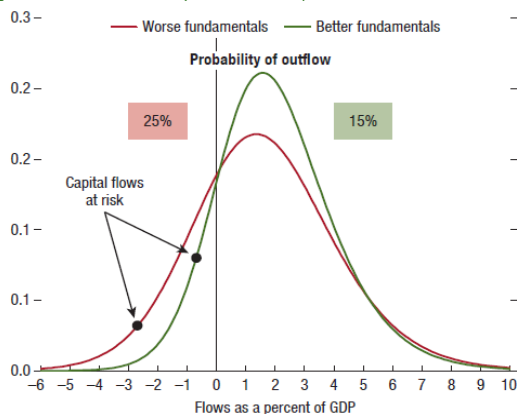
Medidas extraordinárias de política econômica distenderam as condições financeiras e deram sustentação à economia, ajudando a conter os riscos para a estabilidade financeira. Contudo, as medidas adotadas durante a pandemia podem ter consequências inesperadas, como avaliações excessivas e aumento das vulnerabilidades financeiras. Espera-se que a recuperação seja assíncrona e divergente entre as economias avançadas e de mercados emergentes. Dadas as grandes necessidades de financiamento externo, os mercados emergentes enfrentam desafios colossais, particularmente se um aumento persistente nas taxas de juros dos EUA levar a uma reprecificação do risco e a condições financeiras mais restritivas. Em muitos países, o setor empresarial está saindo da pandemia superendividado, com diferenças acentuadas dependendo do porte e do setor de atuação da empresa. É provável que, durante a recuperação, preocupações sobre a qualidade de crédito dos tomadores mais duramente afetados e as perspectivas de rentabilidade afetem o apetite dos bancos pelo risco. É imperioso agir para evitar um legado de vulnerabilidades. As autoridades econômicas devem tomar medidas precoces e aumentar seletivamente a restritividade das ferramentas de política macroprudencial, porém sem provocar um aperto geral das condições financeiras. Devem também apoiar o saneamento dos balanços patrimoniais para fomentar uma recuperação sustentável e inclusiva.

Graças ao apoio massivo da política econômica, o sistema financeiro global tem resistido à pandemia de Covid-19 e as condições financeiras estão consideravelmente mais brandas (Gráfico 1). Isso ajudou a manter o fluxo de crédito para as empresas e famílias, facilitou a recuperação e conteve os riscos financeiros. A melhoria das perspectivas econômicas reduziu claramente o leque de resultados adversos possíveis, mas continuam a existir riscos consideráveis para o crescimento futuro do PIB.

Estão despontando dois temas abrangentes. Primeiro, o apoio sem precedentes da política econômica pode ter consequências não intencionais: a assunção de riscos excessivos nos mercados está contribuindo para avaliações exageradas e, se não forem solucionadas, as vulnerabilidades financeiras crescentes podem se transformar em problemas estruturais. As bolsas exibiram um movimento de alta expressivo desde o terceiro trimestre de 2020, com base na expectativa de uma recuperação econômica rápida e da continuidade das políticas de apoio, e agora negociam em níveis significativamente superiores aos sugeridos pelos modelos baseados em fundamentos (Gráfico 2). Embora as expectativas de resultados tenham melhorado, até o momento os níveis historicamente baixos das taxas de juros reais isentas de risco (apesar dos aumentos recentes) têm dado uma sustentação importante às avaliações. No mercado de títulos privados, os spreads permaneceram bastante estreitos.

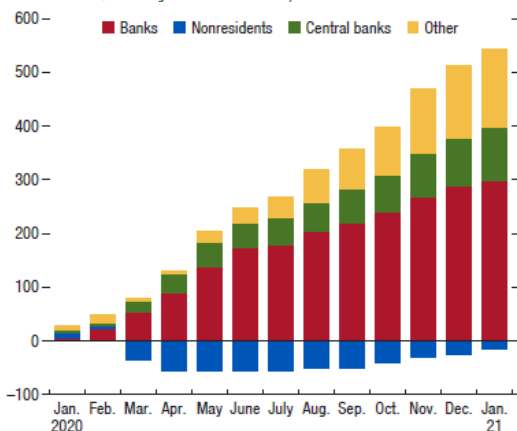
As taxas de juros de longo prazo aumentaram significativamente, sobretudo nos Estados Unidos, refletindo, em parte, o aumento da confiança dos investidores nas perspectivas (Gráfico 3). Embora um

Gráfico 4. Fluxos de carteira em risco para países com fundamentos melhores e piores
(função de densidade de probabilidade)



Source: IMF staff calculations.

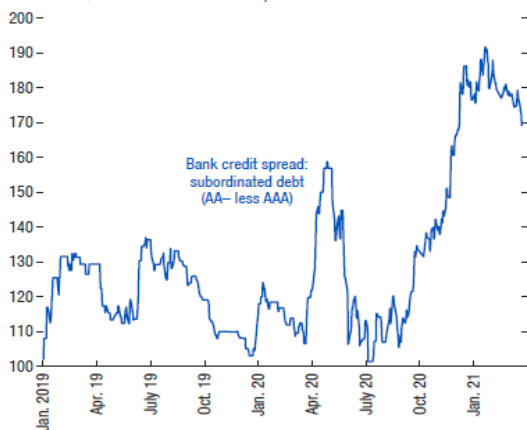
Gráfico 5. Variação nas posições de obrigações soberanas nacionais nos mercados emergentes
(bilhões de US\$; variação acumulada)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.

Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

Gráfico 6. Bancos chineses: spreads da dívida
(pontos-base; dívida subordinada)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

aumento gradual dos juros em função da melhoria dos fundamentos possa ser bem-vinda, uma alta rápida e persistente, especialmente nas taxas reais, pode resultar em uma reprecificação do risco nos mercados e em um aperto repentino das condições financeiras. Se somado às vulnerabilidades financeiras elevadas, esse aperto poderia ter repercussões na confiança e colocar em risco a estabilidade macrofinanceira, principalmente nos mercados emergentes.

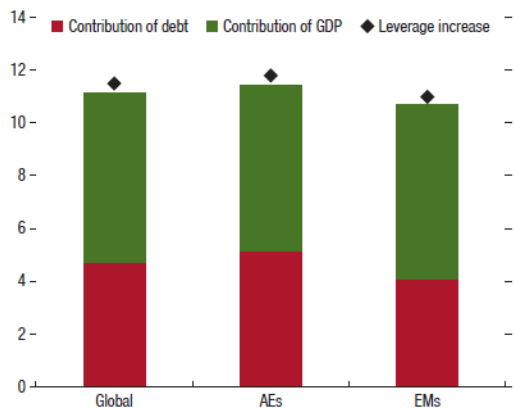
Em segundo lugar, espera-se que a recuperação seja assíncrona e divergente nas diversas economias (ver o *World Economic Outlook* de abril de 2021). Existe o risco de que, nas economias de mercados emergentes, as condições financeiras se tornem mais restritivas, particularmente se as autoridades das economias avançadas tomarem medidas para a normalização da política econômica. Um ambiente financeiro menos favorável poderia resultar em grandes saídas de investimentos de carteira e constituir um desafio significativo para algumas economias de fronteira e de mercados emergentes, devido às elevadas necessidades de financiamento que elas enfrentam este ano. A análise do corpo técnico do FMI aponta para uma melhoria continuada nos fluxos de investimento de carteira, refletindo antes de tudo as condições financeiras mais brandas em todo o mundo (Gráfico 4). Não obstante, os países com fundamentos mais fracos ou acesso limitado às vacinas contra a Covid-19 são vulneráveis. O nexos entre os bancos e a dívida soberana agravou-se nos mercados emergentes, já que os bancos locais absorveram a maior parte do aumento da dívida interna (Gráfico 5). Em muitas economias de fronteira, o acesso aos mercados ainda é limitado.

A China recuperou-se mais rapidamente do que outros países, mas às custas de uma ampliação das vulnerabilidades, principalmente nas dívidas corporativas de risco. As condições financeiras podem se tornar menos favoráveis em meio a expectativas de endurecimento da política econômica e de novas medidas para impor disciplina aos bancos, governos locais e incorporadores imobiliários, bem como de uma incerteza crescente em relação às garantias implícitas. As condições de captação em instrumentos de capital ficaram mais difíceis para os bancos menores e mais fracos (Gráfico 6). As autoridades nacionais enfrentam um desafio delicado, porém urgente, para remover as garantias implícitas – uma questão que deve ser tratada com muito cuidado devido à possibilidade de uma reprecificação desordenada.

O setor empresarial global foi duramente afetado pela pandemia. O apoio extraordinário das políticas monetária e fiscal ajudou a atenuar esse impacto. As grandes empresas com acesso ao mercado aproveitaram as condições favoráveis para emitir títulos de dívida e abordar as pressões de liquidez (Gráficos 7 e 8). Contudo, o aumento da alavancagem das empresas, resultante das condições financeiras brandas, cria um dilema para as autoridades econômicas, uma vez que o estímulo de curto prazo à atividade econômica deve ser ponderado em relação ao aumento das vulnerabilidades e aos riscos futuros para o crescimento (ver Capítulo 2).

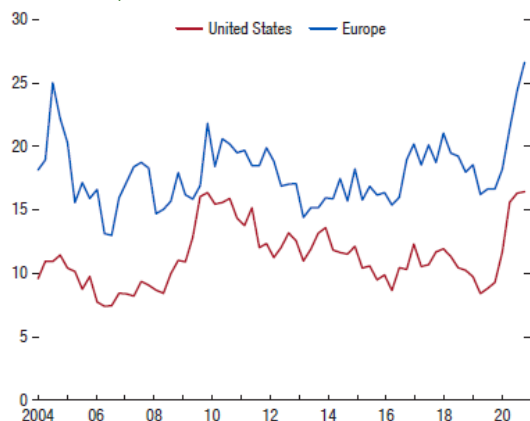
Uma avaliação mais granular revela diferenças consideráveis no desempenho das empresas de diversos portes e setores de atuação. A análise do corpo técnico do FMI sugere que, na maioria dos setores e países, a pressão sobre a liquidez das pequenas empresas é elevada, mas é considerável também nas médias empresas e até mesmo nas

Gráfico 7. Variação da dívida de empresas não financeiras
(pontos percentuais do PIB; 2019:T4 a 2020:T3)



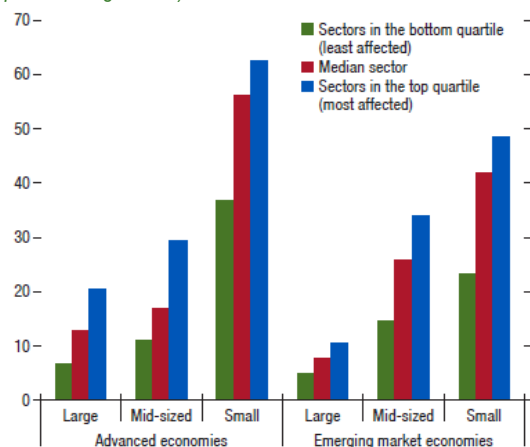
Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

Gráfico 8. Posições de caixa das empresas de alto rendimento
(em % da dívida)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

Gráfico 9. Indicadores de tensão de solvência
(parcela da dívida de empresas com grau elevado de tensão de solvência, em % da dívida total de todas as empresas nos respectivos segmentos)



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.
Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

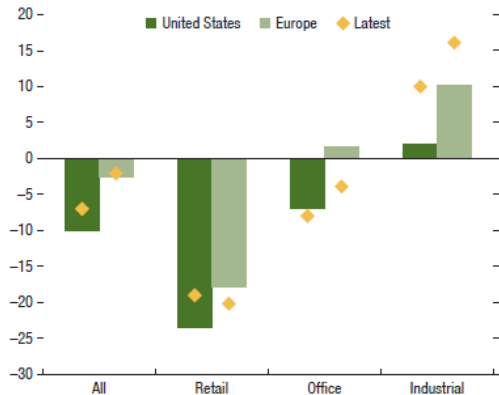
grandes empresas que atuam nos setores mais afetados (Gráfico 9). O Capítulo 1 propõe um quadro para avaliar se as empresas devem depender de financiamento no mercado, buscar apoio governamental ou serem reestruturadas ou liquidadas.

A crise atingiu seriamente o setor de imóveis comerciais (ver Capítulo 3). As transações e os preços dos imóveis comerciais despencaram em 2020 (Gráfico 10). Parte do impacto adverso sobre os segmentos de varejo, escritórios e hotelaria pode ser estrutural, já que cada vez mais atividades são conduzidas de forma virtual ou relocadas para fora das grandes cidades. Na eventualidade de um declínio estrutural na demanda, o valor justo dos imóveis comerciais pode apresentar forte queda: estima-se que um aumento permanente de 5 pontos percentuais na taxa de desocupação resultaria, em média, numa queda de cerca de 15% no valor justo após cinco anos (Gráfico 11). Desde a pandemia, os desalinhamentos de preços parecem ter aumentado. Caso persista, essa situação poderia representar um risco para o crescimento.

Graças às reformas regulatórias implementadas após a crise financeira de 2007–08, os bancos entraram na pandemia com reservas de capital e liquidez elevadas e têm mostrado resiliência até agora. Contudo, resta saber até que ponto continuarão a conceder crédito durante a recuperação. Embora o crescimento dos empréstimos, particularmente para empresas, tenha desacelerado em alguns países, espera-se que a demanda por crédito venha a se firmar uma vez que a recuperação ganhe força, sobretudo nos locais onde ela tem sido mais fraca. Entretanto, na maioria dos países, os analistas de crédito dos bancos não preveem um afrouxamento das normas sobre a concessão de crédito (Gráfico 12). A retirada gradual das políticas de apoio poderia ter um impacto significativo sobre alguns bancos, provavelmente afetando negativamente sua disposição para conceder empréstimos. Além disso, é provável que, na maioria dos bancos, as dúvidas em relação às perdas de crédito e as perspectivas de rentabilidade baixa desestimulem uma redução significativa nas reservas de capital para sustentar a recuperação. Tais restrições podem ser particularmente preocupantes para empresas com opções de financiamento limitadas, que são mais dependentes do crédito bancário. As autoridades devem continuar a incentivar os bancos a utilizar as reservas, sempre que isto for prudente, para apoiar a recuperação.

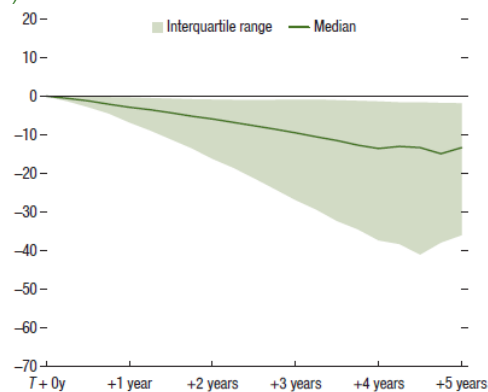
Até que uma recuperação sustentável e inclusiva se firme, as atuais políticas de apoio continuarão a ser essenciais para manter o fluxo de crédito para a economia e evitar que a pandemia represente uma ameaça para o sistema financeiro global. É preciso que a política monetária continue acomodatória até que os objetivos estipulados sejam cumpridos. As autoridades devem agir com rapidez para evitar que as vulnerabilidades financeiras se cristalizem e se transformem em problemas permanentes. Haja vista as possíveis defasagens temporais entre a ativação e o impacto das ferramentas macroprudenciais, as autoridades econômicas devem agir sem demora.

Gráfico 10. Preço dos imóveis comerciais
(em %, 2020:T2 e variação em 12 meses, dados mais recentes)



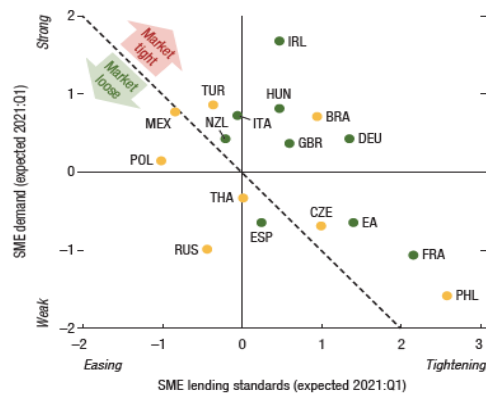
Source: Green Street Advisors.
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

Gráfico 11. Reação dos preços dos imóveis comerciais a um choque permanente na taxa de desocupação
(em %)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.
Note: See Chapter 3 for background. T denotes quarter of shock.

Gráfico 12. Normas de concessão de crédito para pequenas e médias empresas e demanda por empréstimos projetada
(desvios padrão)



Source: IMF staff calculations.
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months.
Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

Devem apertar seletivamente as ferramentas de política macroprudencial para enfrentar focos de vulnerabilidade elevada, mas sem provocar um aperto generalizado das condições financeiras. Se tais ferramentas não estiverem disponíveis (como em certos segmentos do setor de intermediação financeira não bancária), as autoridades devem desenvolvê-las com a máxima brevidade. Dadas as dificuldades para projetar e operacionalizar ferramentas macroprudenciais dentro dos quadros existentes, as autoridades econômicas devem também considerar a necessidade de criar amortecedores em outras áreas para proteger o sistema financeiro.

Os países de economias emergentes e de fronteira com acesso ao mercado devem tirar proveito das condições financeiras favoráveis para melhorar a composição da estrutura de sua dívida. É provável que os países com acesso limitado ao mercado precisem de mais assistência por parte da comunidade internacional. Outros países que enfrentam dificuldades significativas com o peso de sua dívida poderiam se beneficiar de uma reestruturação mais profunda. O Quadro Comum para o tratamento da dívida do Grupo dos Vinte (G-20) pode ajudar a solucionar a vulnerabilidade da estrutura da dívida. Sempre que possível, a reconstituição das reservas deve ser uma prioridade básica para enfrentar eventuais ajustes de preços e reversão dos fluxos de capital.

O saneamento do balanço das empresas deve ser uma prioridade para facilitar uma recuperação sustentável e inclusiva. Pode ser necessário apoio direto e específico para as empresas viáveis cujo acesso ao mercado é limitado e que enfrentam riscos temporários de liquidez ou solvência. Devido aos recursos fiscais extremamente limitados em algumas jurisdições, as autoridades econômicas também deveriam acelerar as reformas para melhorar o arcabouço de resolução, incluindo o desenvolvimento de mercados de dívidas problemáticas e de empréstimos de cobrança duvidosa.

Assim que fique mais clara a extensão das mudanças estruturais no setor de imóveis comerciais, devem ser implementadas ferramentas de política macroprudencial específicas (como limites para a razão empréstimo/valor ou o índice de cobertura do serviço da dívida) para reduzir os riscos para o crescimento. O momento ótimo para aplicar essas medidas de política depende do ritmo de recuperação de cada economia e do grau de vulnerabilidade financeira no setor de imóveis comerciais. Também será fundamental ampliar o conjunto de ferramentas macroprudenciais para abranger também as instituições financeiras não bancárias que participam ativamente de alguns mercados de financiamento de imóveis comerciais.

No setor financeiro, a orientação regulatória voltada a evitar uma prociclicidade excessiva da constituição de provisões para perdas esperadas continua pertinente, mas esse provisionamento deve ser submetido ao escrutínio dos supervisores. As restrições às distribuições de capital devem ser mantidas, ou flexibilizadas apenas progressivamente nos países que superarem a pandemia, e sujeitas a testes de estresse por parte dos supervisores para garantir que os bancos continuem bem capitalizados.