

## SUMÁRIO EXECUTIVO

### Os riscos de curto prazo são menores

O sistema financeiro mundial continua a se fortalecer graças ao apoio extraordinário de políticas monetárias, ao aperfeiçoamento do quadro regulatório e à retomada cíclica do crescimento. A saúde dos bancos em muitas economias avançadas continua a melhorar; houve avanços na resolução de alguns bancos mais frágeis, e a maioria das instituições de importância sistêmica está ajustando seus modelos de negócios e recuperando a lucratividade. A retomada da atividade econômica mundial, discutida no *World Economic Outlook* (WEO) de outubro de 2017, aumentou a confiança do mercado e, em simultâneo, reduziu as ameaças de curto prazo para a estabilidade financeira.

Mas além dessas melhorias recentes, o ambiente de acomodação monetária contínua, que é necessário para apoiar a atividade e impulsionar a inflação, também está elevando o valor dos ativos e provocando um crescimento da alavancagem. Os riscos para a estabilidade financeira estão migrando do sistema bancário para os setores não bancário e de mercado. Esses desdobramentos e riscos implicam a necessidade de buscar um equilíbrio delicado entre normalizar as políticas monetárias em algum momento e, ao mesmo tempo, evitar um acúmulo maior de riscos financeiros fora do setor bancário e resolver o legado da crise.

### As duas faces da normalização da política monetária

A trajetória de referência para a economia mundial, contemplada pelos bancos centrais e pelos mercados financeiros, prevê o respaldo contínuo de políticas monetárias acomodatórias, dada a expectativa de uma recuperação lenta das taxas de inflação. Assim, o processo gradual de normalização das políticas monetárias provavelmente levará vários anos. Um ritmo de normalização rápido demais removeria o apoio necessário à recuperação sustentada e aos aumentos desejados do núcleo da inflação nas principais economias. As políticas monetárias não convencionais e o afrouxamento quantitativo resultaram em ajustes substanciais das carteiras no setor privado e em todo o mundo; com isso, o ajuste dos mercados financeiros se tornou bem menos previsível do que em ciclos anteriores. Mudanças abruptas ou mal programadas poderiam causar turbulências indesejadas nos mercados financeiros e repercutir em outros países e mercados. Ainda assim, o apoio monetário prolongado contemplado pelas principais economias poderia levar a um acúmulo maior de excessos financeiros. À medida que a busca por rendimento se intensifica, as vulnerabilidades estão se deslocando para o setor não bancário e os riscos de mercado estão aumentando. Há capital demais para pouquíssimos ativos com bom rendimento: menos de 5% (US\$ 1,8 trilhão) do estoque atual de ativos de renda fixa com grau de investimento no mundo rende mais de 4%, em comparação a 80% (US\$ 15,8 trilhões) antes da crise. As avaliações de ativos estão sob pressão em alguns mercados, pois os investidores estão sendo forçados a abandonar suas posições naturais de risco e aceitar níveis mais altos de risco de crédito e de liquidez para obter maior retorno.

Ao mesmo tempo, o endividamento entre as principais economias mundiais está crescendo. A alavancagem no setor não financeiro é hoje superior ao que era antes da crise financeira mundial no conjunto das economias do G-20. Embora isso tenha facilitado a retomada da economia, deixou o setor não financeiro mais vulnerável a variações nas taxas de juros. O crescimento da alavancagem levou a um aumento dos indicadores do serviço da dívida do setor privado em várias das principais economias, a despeito das taxas de juros baixas. Isso está pressionando a capacidade de pagamento do serviço da dívida dos tomadores mais fracos em alguns países e setores. As pressões sobre o serviço da dívida e os níveis de endividamento no setor privado não financeiro já são altos em várias economias importantes

(Austrália, Canadá, China, Coreia), o que aumenta sua sensibilidade a condições financeiras mais restritivas e ao enfraquecimento da atividade econômica.

O principal desafio com que se defrontam as autoridades é assegurar a contenção do acúmulo de vulnerabilidades financeiras enquanto a política monetária continuar a apoiar a retomada da economia mundial. Do contrário, o peso crescente das dívidas e os excessos na avaliação dos ativos poderiam minar a confiança dos mercados no futuro, com repercussões que poderiam pôr em risco o crescimento da economia mundial. Este relatório examina essa hipótese pessimista, em que a reprecificação dos riscos resulta em fortes aumentos dos custos de crédito, queda dos preços dos ativos e saída dos mercados emergentes. O impacto econômico desse aperto das condições financeiras mundiais seria significativo (equivalente a quase um terço do impacto da crise financeira mundial) e mais amplo (a produção mundial cairia 1,7% em relação à projeção de referência do WEO, com efeitos diversos entre os países). A normalização monetária seria revertida nos Estados Unidos e estacionaria nos demais países. As economias de mercados emergentes seriam afetadas de forma desproporcional, o que resultaria em uma redução dos fluxos de carteira estimada em US\$ 100 bilhões ao longo de quatro trimestres. O capital dos bancos seria mais fortemente atingido onde a alavancagem é maior e onde os bancos estão mais expostos aos setores habitacional e empresarial.

### **Desalavancagem na China: os desafios à frente**

O crescimento constante na China e a política financeira mais austera nos últimos trimestres aliviaram as preocupações com uma desaceleração no curto prazo e suas repercussões negativas na economia mundial. Contudo, o tamanho, a complexidade e o ritmo do crescimento do sistema financeiro chinês apontam para riscos elevados para a estabilidade financeira. Os ativos do setor bancário aumentaram de 240% do PIB no fim de 2012 para 310% do PIB. Ademais, o uso crescente da captação de recursos institucionais de curto prazo e do crédito paralelo (o chamado *shadow credit*) às empresas aumentou as vulnerabilidades dos bancos. As autoridades estão diante de um equilíbrio delicado entre adotar políticas mais austeras no setor financeiro e desacelerar o crescimento da economia. Uma redução ainda que modesta do crescimento do crédito paralelo pesaria sobre a lucratividade e pressionaria a oferta mais ampla de crédito pelos bancos de pequeno e médio porte.

### **A saúde dos bancos globais está melhorando**

A saúde dos bancos globais de importância sistêmica continua a melhorar. Os balanços estão mais sólidos devido à melhoria das reservas de capital e liquidez, em meio à regulação mais rigorosa e à maior vigilância do mercado. Houve avanços consideráveis na resolução do legado da crise e de desafios na reestruturação. Ao mesmo tempo, embora muitos bancos tenham fortalecido sua lucratividade ao reorientar seus modelos de negócios, vários continuam a enfrentar problemas antigos e dificuldades com esses modelos. Bancos que respondem por cerca de US\$ 17 trilhões em ativos, ou cerca de um terço do total dos bancos globais de importância sistêmica, podem continuar a gerar retornos insustentáveis, até mesmo em 2019. Como problemas em um único desses bancos poderiam produzir pressões sistêmicas, as medidas na área de supervisão devem continuar a se concentrar nos riscos decorrentes dos modelos de negócios e na sustentabilidade dos lucros. As empresas de seguro de vida também têm adaptado suas estratégias de negócios neste ambiente de baixa rentabilidade após a crise financeira mundial. Para isso, reduziram a exposição a riscos passados, distanciaram sua linha de produtos de retornos elevados garantidos e buscaram rentabilidades mais altas em carteiras de investimento. Os órgãos de supervisão, por sua vez, precisam monitorar o aumento da exposição aos riscos de mercado e de crédito.

## As autoridades precisam ser proativas

As autoridades precisam tirar proveito da melhoria das perspectivas mundiais e evitar a complacência ao abordar o aumento das vulnerabilidades a médio prazo.

As autoridades e os órgãos reguladores devem buscar resolver plenamente o legado da crise e exigir que bancos e seguradoras reforcem seus balanços nas economias avançadas. Isso envolve operacionalizar um quadro de resolução para os bancos internacionais, atentar para os riscos decorrentes dos modelos de negócios dos bancos mais frágeis para garantir a sustentabilidade dos lucros e concluir o Basileia III. Os quadros regulatórios para as empresas de seguro de vida devem ser reforçados de modo a aumentar a transparência na prestação de contas e os incentivos para aumentar a resiliência. É preciso uma resposta mundial coordenada na forma de políticas para garantir a resistência a ciberataques (ver Box 1.2).

Os principais bancos centrais devem buscar a normalização sem sobressaltos da política monetária, com a comunicação eficaz de seus planos de desfazer suas posições em títulos e orientações sobre mudanças prospectivas nos quadros de política. Ao apresentar trajetórias claras para as mudanças nas suas políticas, ajudarão a ancorar as expectativas do mercado e evitar deslocamentos ou volatilidade indevidos nos mercados.

As autoridades financeiras devem empregar medidas macroprudenciais e considerar a ampliação dos limites dessas ferramentas, a fim de controlar o aumento da alavancagem e conter o crescimento dos riscos para a estabilidade. Por exemplo, devem ser aplicadas e/ou reforçadas medidas centradas nos tomadores para desacelerar segmentos sobrevalorizados que continuam a crescer, e os testes de stress dos bancos devem incorporar mais avaliações de ativos problemáticos. As exigências de capital devem ser mais elevadas para os bancos mais expostos a tomadores vulneráveis, como proteção contra as exposições já acumuladas e incentivo para que os bancos concedam novos empréstimos a setores menos arriscados.

A regulamentação do setor financeiro não bancário deve ser fortalecida para limitar a migração de riscos e o financiamento excessivo dos mercados de capitais. Deve-se acelerar a transição para a supervisão baseada no risco e introduzir regras harmonizadas para as seguradoras, com ênfase no capital.

Os setores mais alavancados devem ser submetidos a requisitos microprudenciais mais rigorosos.

É preciso resolver o excesso de endividamento, sobretudo entre os maiores tomadores que podem dar origem a choques. Para limitar a assunção de riscos financeiros, é preciso desestimular o acúmulo de mais dívida, com medidas que incentivem o investimento e desincentivem o financiamento por meio de empréstimos.

As economias de mercados emergentes devem continuar a tirar partido das condições externas favoráveis para reforçar sua resiliência, inclusive continuando a fortalecer suas posições externas se necessário, e para reduzir a alavancagem das empresas caso ela esteja elevada. Isso deixaria essas economias mais bem posicionadas para suportar uma redução dos fluxos de entrada de capitais decorrente da normalização monetária nas economias avançadas ou da diminuição do apetite mundial por risco.

De maneira análoga, os tomadores nos mercados de fronteira e nos países de baixa renda devem desenvolver a capacidade institucional para fazer face aos riscos da emissão de títulos negociáveis, inclusive com a formulação de estratégias abrangentes de gestão da dívida no médio prazo. Isso lhes permitirá explorar o desenvolvimento e acesso mais amplos dos mercados financeiros e, ao mesmo tempo, conter os respectivos riscos.

Na China, as autoridades tomaram medidas positivas para enfrentar os riscos no sistema financeiro, mas ainda há muito a ser feito. Será difícil atacar as vulnerabilidades se a expansão do crédito não desacelerar. As políticas recentes destinadas a melhorar a gestão de riscos e a transparência do sistema bancário e reduzir o acúmulo de riscos decorrentes da transformação de vencimentos e de liquidez nas atividades de

crédito paralelo dos bancos são essenciais e devem ser mantidas. Contudo, as políticas também devem mirar as vulnerabilidades dos balanços nos bancos frágeis. O empenho do governo em reduzir a alavancagem das empresas é bem-vindo e deve continuar a ser uma prioridade dentro do esforço mais amplo para proteger a economia contra a desaceleração do crescimento do crédito.

Apesar dos avanços significativos na formulação de políticas em resposta à crise, os progressos ainda são desiguais entre os diversos setores, com várias lacunas em termos de concepção e implementação. É essencial garantir que as medidas de reforma sejam concluídas e implementadas a fim de minimizar a probabilidade de outra crise desestabilizadora. A conclusão da agenda de reformas também permitirá às autoridades fazer uma avaliação completa do impacto das reformas e refinar as medidas acordadas. Assim, estarão em condições de enfrentar qualquer efeito material indesejado que a implementação cumulativa dessas medidas possa ter sobre a prestação dos principais serviços financeiros. Isso é crucial para continuar a assegurar que as reformas cumpram seus objetivos e afastar possíveis pressões no sentido de reverter tais medidas, o que apenas deixaria o sistema financeiro mais vulnerável. Por último, a implementação de reformas estruturais e de políticas fiscais favoráveis (conforme examinadas no cenário do Boxe 1 do WEO de outubro de 2017) elevaria o crescimento mundial e geraria repercussões positivas na economia, dando novo impulso aos esforços de políticas para o setor financeiro.

## A dívida das famílias e o crescimento econômico

O capítulo 2 examina as implicações, no curto e médio prazo, da elevação da dívida das famílias nas últimas décadas para o crescimento econômico e a estabilidade financeira. Esse capítulo documenta as grandes diferenças entre os países em termos da relação entre o PIB e a dívida das famílias, mas apresenta uma trajetória comum de alta que foi moderada, mas não revertida, pela crise financeira mundial. Nas economias avançadas, salvo notáveis exceções, a relação dívida das famílias/PIB aumentou gradativamente, passando de 35% em 1980 para cerca de 65% em 2016, e tem crescido desde a crise financeira mundial, embora a um ritmo mais lento. Nas economias de mercados emergentes, essa relação ainda é bem mais baixa, mas sofreu um aumento relativamente rápido em um período mais curto, de 5% em 1995 para cerca de 20% em 2016. Ademais, nos últimos anos essa tendência de alta se manteve de modo geral. O capítulo constata um dilema entre um impulso de curto prazo ao crescimento decorrente da elevação da dívida das famílias e um risco para a estabilidade macroeconômica e financeira no médio prazo que pode resultar na redução do crescimento, do consumo e do emprego, além de provocar a elevação do risco de crises bancárias. Esse dilema é mais forte quando a dívida das famílias é mais alta e pode ser atenuado por meio de uma combinação de políticas, instituições e regulamentação sólidas, com destaque para políticas macroprudenciais e financeiras apropriadas, a melhoria da supervisão financeira, a menor dependência do financiamento externo, a flexibilidade do câmbio e a redução da desigualdade de renda.

## As condições financeiras podem ajudar a prever o crescimento

A crise financeira mundial mostrou às autoridades que as condições financeiras oferecem informações valiosas sobre os riscos para o crescimento futuro e constituem uma base para a tomada de medidas preventivas e bem direcionadas. O capítulo 3 desenvolve uma nova medida macroeconômica da estabilidade financeira ao vincular as condições financeiras com a *distribuição de probabilidade* do crescimento do PIB no futuro e aplica essa medida a 21 das principais economias avançadas e de mercados emergentes. O capítulo mostra que a evolução das condições financeiras altera toda a distribuição do crescimento do PIB no futuro. O aumento dos spreads de risco, a elevação da volatilidade dos preços dos ativos e a redução do apetite mundial por risco são importantes

elementos preditivos do aumento dos riscos de deterioração do crescimento no curto prazo, e o aumento da alavancagem e a expansão do crédito oferecem sinais importantes desses riscos no médio prazo. Os baixos custos de financiamento e a volatilidade dos mercados financeiros na atualidade sustentam uma visão otimista dos riscos para a economia mundial no curto prazo. Mas o aumento da alavancagem sinaliza os possíveis riscos mais à frente, e um cenário de rápida descompressão dos spreads e de volatilidade poderia agravar consideravelmente as perspectivas de risco para o crescimento da economia mundial. Uma análise retrospectiva e em tempo real da crise financeira mundial mostra que, em comparação com os modelos baseados apenas no crescimento recente, os modelos de previsão ampliados com as condições financeiras teriam atribuído uma probabilidade consideravelmente maior à contração econômica que se seguiu. Isso confirma que a abordagem analítica desenvolvida nesse capítulo pode ser um acréscimo importante ao conjunto de ferramentas para a supervisão macrofinanceira à disposição das autoridades.