

As vacinas inoculam os mercados, mas o apoio das políticas ainda é necessário

Síntese da *Atualização do Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial*

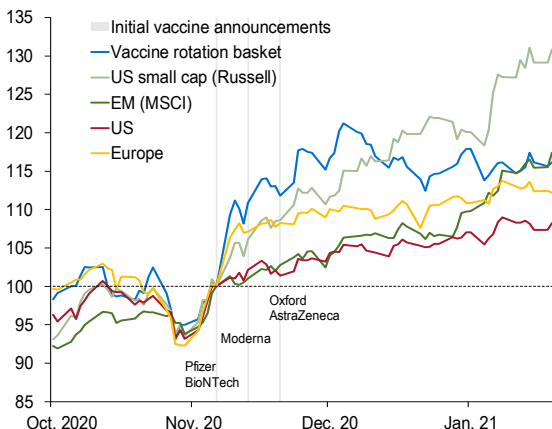
- A aprovação e o lançamento das vacinas elevaram as expectativas de recuperação da economia mundial e provocaram a alta dos preços dos ativos de risco, apesar do aumento do número de casos de Covid-19 e das incertezas persistentes em relação às perspectivas econômicas.
- Até que as vacinas estejam amplamente disponíveis, a reação do mercado e a retomada da economia continuam a depender da manutenção do apoio das políticas monetária e fiscal. Uma distribuição desigual de vacinas poderia exacerbar as vulnerabilidades financeiras, sobretudo no caso das economias de mercados de fronteira.
- A continuação da retomada dos fluxos de investimento de carteira oferece melhores opções de financiamento para as economias de mercados emergentes que enfrentem grande necessidade de refinanciamento em 2021.
- Até o momento, a orientação acomodatória das políticas aliviou as tensões de liquidez, mas as pressões sobre a solvência podem ressurgir no futuro próximo, principalmente em segmentos mais arriscados dos mercados de crédito e em setores duramente atingidos pela pandemia. Os desafios para a lucratividade num ambiente de juros baixos podem afetar a capacidade e a vontade dos bancos de emprestar no futuro.
- As autoridades devem continuar a oferecer apoio até que uma recuperação sustentável se consolide, uma vez que um nível insuficiente de apoio pode comprometer o restabelecimento da economia mundial. Contudo, como os investidores estão apostando em um respaldo constante das políticas e uma sensação de complacência está permeando os mercados à medida que os preços dos ativos aumentam ainda mais, as autoridades devem também estar preparadas para os riscos de uma correção dos mercados.
- Com a previsão de que a política monetária permaneça acomodatória nos próximos anos, as autoridades devem conter as vulnerabilidades crescentes para evitar pôr em risco o crescimento a médio prazo.

As políticas como ponte até as vacinas

Os mercados financeiros enxergaram além do ressurgimento dos casos de Covid-19 em todo o mundo. Os anúncios e o lançamento das vacinas alimentaram a esperança de uma retomada da economia mundial em 2021 e provocaram a alta dos preços dos ativos de risco. A rapidez da retomada dependerá fundamentalmente da produção, das redes de distribuição e do acesso às vacinas. Conforme discutido na atualização de janeiro de 2021 do relatório *World Economic Outlook (WEO)*, a manutenção do apoio fiscal e monetário ainda é vital para reduzir as persistentes incertezas, construir uma ponte para a recuperação e assegurar a estabilidade financeira.

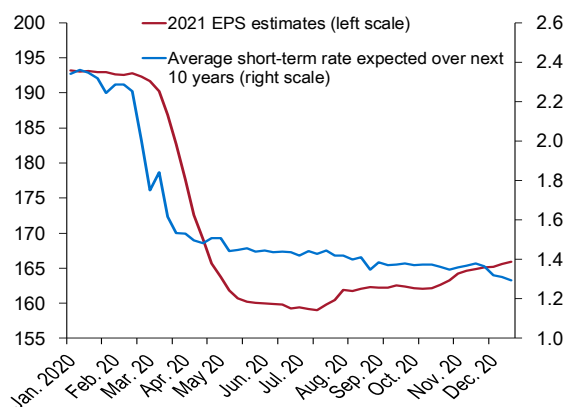
Os riscos para o cenário de referência poderiam ameaçar a estabilidade financeira em alguns setores e regiões. Um atraso na retomada exigiria uma acomodação prolongada, alimentando ainda mais as vulnerabilidades financeiras. A distribuição desigual das vacinas e uma recuperação assíncrona poderiam ameaçar os fluxos de capital para as economias de mercados emergentes, sobretudo se as economias avançadas comesçassem a normalizar suas políticas monetárias, e alguns países poderiam enfrentar enormes desafios. Uma correção dos preços dos ativos – caso os investidores reavaliem repentinamente as perspectivas de crescimento ou o panorama das políticas – poderia interagir com as vulnerabilidades elevadas, gerando repercussões sobre a confiança e colocando em risco a estabilidade macrofinanceira.

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



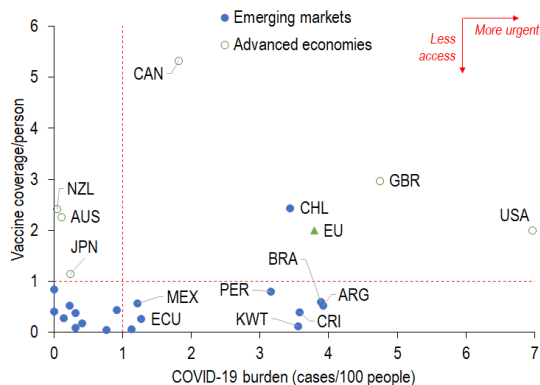
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



Source: Duke Global Health Innovation Center.
Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

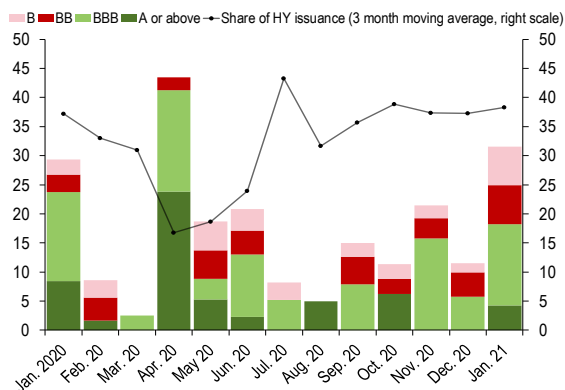
Até que enfim, algumas boas notícias

Os anúncios de vacinas eficazes contra a Covid-19 antes do esperado impulsionaram o sentimento do mercado e abriram caminho para a retomada da economia mundial. Setores como empresas aéreas, hospitalidade e serviços ao consumidor foram duramente atingidos pela pandemia, mas recuperaram-se no fim de 2020 com a rotação de investidores em busca de valor (Gráfico 1). Os preços das ações de empresas de menor porte, inclusive no setor de energia limpa, também foram beneficiados. Nas economias avançadas, os *spreads* dos títulos de empresas com grau de investimento e de alto rendimento sofreram forte contração – para níveis próximos ou mesmo abaixo dos registrados antes de fevereiro de 2020 – e as taxas de juros caíram para mínimos históricos, enquanto os investidores continuam a buscar rentabilidade. Os *spreads* da dívida soberana dos mercados emergentes apresentaram uma dinâmica de compressão semelhante.

Os mercados financeiros não se deixaram abalar pela mais recente queda da atividade econômica. A nova onda de infecções de Covid-19 e as medidas de contenção aplicadas desde o fim de 2020 afetaram negativamente a atividade econômica em muitos países, apontando para uma possível desaceleração no quarto trimestre (ver a atualização de janeiro de 2021 do *WEO*). Ainda assim, apesar das incertezas persistentes em relação ao panorama econômico, os investidores parecem manter a confiança nas perspectivas de crescimento para 2021, ao apostar que a continuação das políticas de apoio compensará qualquer possível decepção no curto prazo. A tão debatida desconexão entre os mercados financeiros e a economia real ainda perdura. Apesar do recente aumento dos juros de longo prazo nos Estados Unidos, os participantes do mercado apontam para as expectativas de taxas muito baixas nos próximos anos e as correções em alta das expectativas de lucros desde os anúncios das vacinas como justificativa para o novo ímpeto do mercado (Gráfico 2).

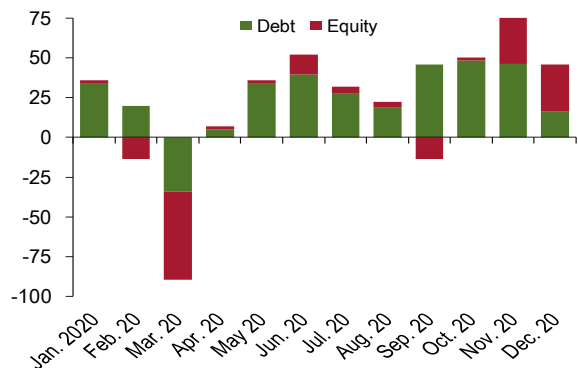
O acesso às vacinas provavelmente será desigual, e uma distribuição equitativa poderá levar tempo. Muitas economias avançadas, como o Canadá, alguns países da União Europeia, o Reino Unido e os Estados Unidos, fizeram a pré-compra de vacinas, com ampla cobertura por habitante. Em contrapartida, a aquisição de

Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance
(Billions of US dollars; share in percent)



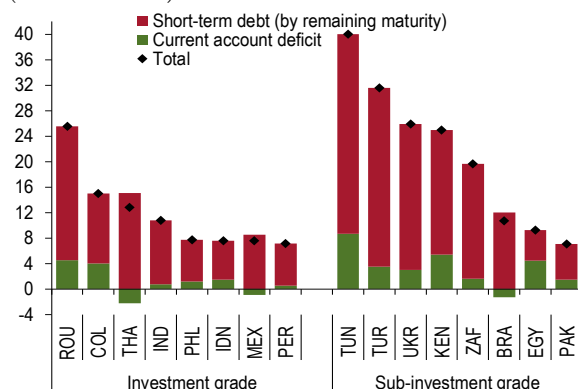
Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.
Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets
(US billions)



Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs
(Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.
Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

doses de vacinas para as economias em desenvolvimento e de mercados emergentes por meio de negociação direta ou do mecanismo multilateral Covax está bastante atrasada.¹ A necessidade de acesso às vacinas é urgente, em especial nos países onde o número de casos subiu recentemente ou permanece muito elevado (Gráfico 3).

Sem crise financeira mundial até o momento, mas não podemos baixar a guarda!

A demora no acesso a soluções de saúde abrangentes pode significar uma recuperação mundial incompleta e pôr em risco o sistema financeiro internacional.

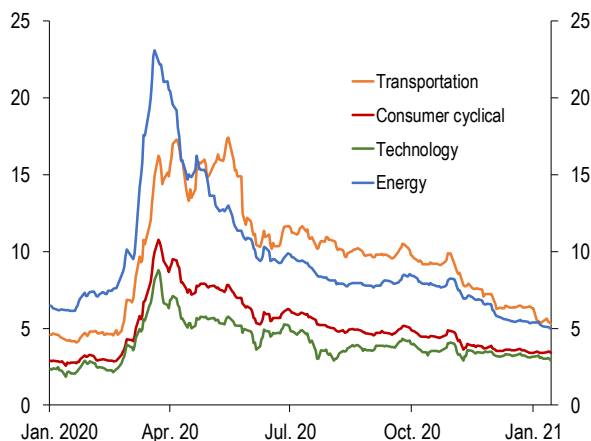
Com as economias de mercados emergentes respondendo por cerca de 65% do crescimento global (cerca de 40% se excluída a China) ao longo de 2017–19, a lentidão no combate à pandemia nesses países pode ser preocupante para a economia mundial. As rupturas nas cadeias produtivas podem afetar a lucratividade das empresas mesmo em regiões onde a pandemia está sob controle. E como o crescimento é um fator crítico para a estabilidade financeira, uma recuperação desigual e parcial pode prejudicar a saúde do sistema financeiro.

As necessidades de financiamento dos mercados emergentes são expressivas.

É provável que a maioria das economias de mercados emergentes e de fronteira continue a registrar déficits fiscais elevados e persistentes em 2021, embora em menor grau do que em 2020. No cenário de referência do *WEO*, de manutenção de condições financeiras brandas, o financiamento de mercado continuará a ser uma fonte significativa de recursos, como tem sido nos últimos meses (Gráfico 4). A retomada dos fluxos de investimento de carteira é crucial para a estabilidade de muitas economias de mercados emergentes (Gráfico 5); manter o acesso aos mercados é essencial. Uma recuperação econômica mundial desigual devido ao atraso nas vacinas e soluções de saúde pode ser um desafio enorme para as economias de mercados emergentes e de fronteira. Como alguns países já enfrentam restrições devido ao espaço limitado para a aplicação de políticas, sobretudo onde o acesso aos

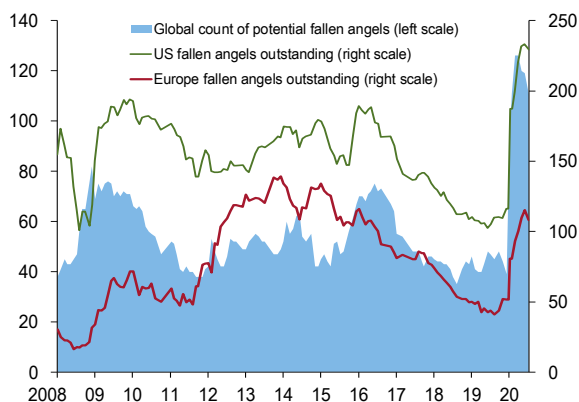
¹ O Covax – o pilar de vacinação da iniciativa *Access to Covid-19 Tools Accelerator*, uma parceria da Comissão Europeia, França e Organização Mundial da Saúde – foi incumbido da tarefa de desenvolver e oferecer acesso inovador e equitativo às vacinas contra a Covid-19 a todos os países participantes. Foi lançado em abril de 2020 em resposta à pandemia e tem como objetivo disponibilizar dois bilhões de doses até o fim de 2021.

Figure 7. US High-Yield Spreads
(Percent)



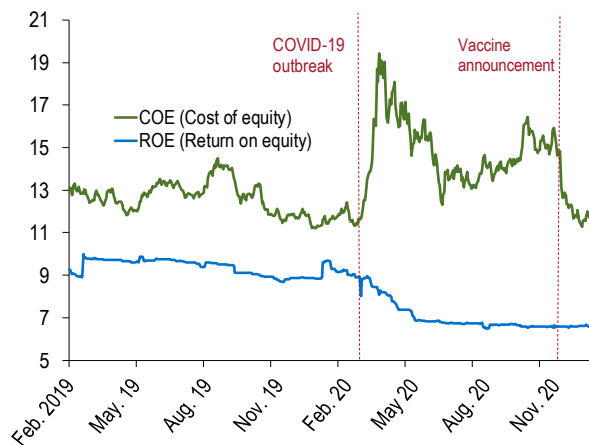
Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels”
(Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.
Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

Figure 9. European Bank Performance Metrics
(Percent)



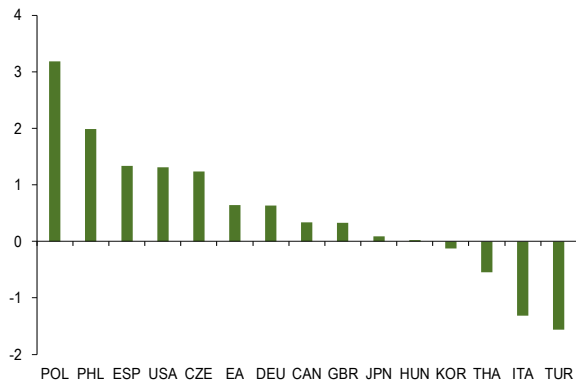
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

mercados de capitais ainda não foi totalmente restabelecido, a perspectiva de taxas de juros de longo prazo mais elevadas nas economias avançadas, à medida que os bancos centrais se encontrarem mais próximos da normalização da política monetária, pode comprometer a rolagem de grandes necessidades de financiamento externo (Gráfico 6).

Embora as pressões sobre a solvência tenham sido limitadas até o momento, ainda há riscos no setor empresarial não financeiro. Como reflexo das políticas de apoio sem precedentes, os *spreads* recuperaram-se quase por completo, mesmo no setor abaixo do grau de investimento, embora persistam diferenças setoriais (Gráfico 7). As taxas de inadimplência em grandes empresas permaneceram bem abaixo de picos anteriores, e as falências entre as empresas de menor porte mantiveram-se baixas ou mesmo recuaram em alguns casos. Contudo, ainda há desafios a vencer. Por exemplo, o número de possíveis “anjos caídos” (isto é, empresas com notação BBB– e perspectiva negativa) triplicou em todo o mundo desde o início da pandemia e, em algumas jurisdições (por exemplo, a União Europeia e os Estados Unidos), a possibilidade de novos rebaixamentos é elevada (Gráfico 8). Na China, a inadimplência de empresas estatais no último trimestre de 2020 sugere que continua a ser prioritário abordar as vulnerabilidades financeiras. Em última análise, a saúde do setor empresarial mundial dependerá muito da evolução da pandemia e da amplitude e duração das políticas de apoio. Caso os investidores reavaliem as perspectivas de crescimento econômico e o panorama das políticas monetária e fiscal, as pressões sobre a liquidez podem ressurgir, bem como o risco dessas pressões transformarem-se em insolvências.

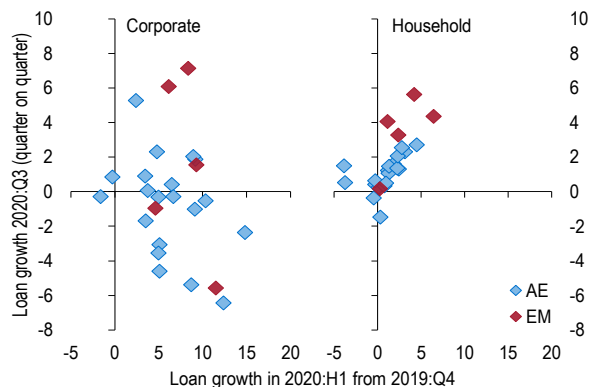
O endividamento das famílias pode crescer, em vista das condições financeiras acomodáticas. Por enquanto, as tensões no setor das famílias vêm sendo atenuadas por programas governamentais significativos de apoio e alívio, bem como pela queda dos juros, que reduziu a carga do serviço da dívida. Contudo, as famílias mais pobres e marginalizadas foram consideravelmente mais afetadas que as demais. Isso sugere que as vulnerabilidades estão distribuídas de forma desigual entre algumas famílias, e o estresse

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



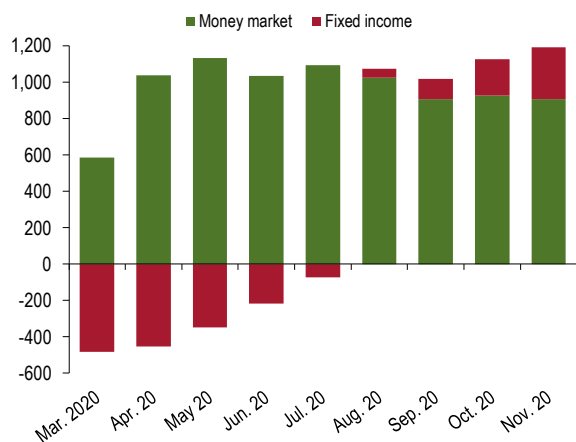
Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

financeiro pode aumentar se as políticas de apoio forem retiradas cedo demais ou se a recuperação econômica for incompleta.

Até agora, os bancos não foram parte do problema.

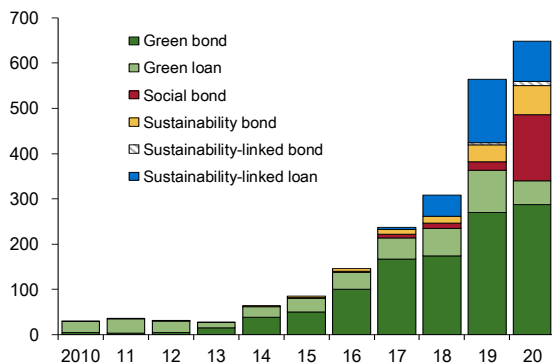
Os bancos entraram na pandemia com um grande volume de capital e amortecedores de liquidez reforçados e têm demonstrado resiliência até aqui; o apoio sem precedentes das políticas públicas ajudou a manter o fluxo de crédito às famílias e empresas. Contudo, os desafios para a lucratividade em um ambiente de taxas de juros baixas lançam dúvidas sobre a capacidade ou a vontade dos bancos de continuar a emprestar nos próximos trimestres. Os bancos podem estar preocupados com o crescimento da exposição ao risco de crédito e o aumento dos empréstimos problemáticos quando as políticas de apoio forem retiradas, sobretudo onde a recuperação for demorada ou incompleta. Os bancos também podem enfrentar problemas para gerar retorno superior ao custo do capital em meio à compressão contínua das margens de juros líquidos, uma situação há muito evidente no Japão e na Europa (Gráfico 9). Os critérios de subscrição para as empresas não financeiras tornaram-se mais rigorosos em alguns casos (Gráfico 10) e o crescimento dos empréstimos bancários em muitos países permaneceu baixo ou desacelerou-se nos últimos meses (Gráfico 11).

Os recursos voltaram a fluir para os fundos de investimento graças à melhoria do sentimento do mercado. O imperativo de pôr o dinheiro para girar em um ambiente de mercado dinâmico levou os investidores a buscar rentabilidade. Entre março e novembro de 2020, os fundos de renda fixa registraram entradas cumulativas de cerca de US\$ 280 bilhões, dos quais US\$ 230 bilhões foram investidos desde o início de setembro (Gráfico 12). Contudo, as vulnerabilidades dos fundos de investimento continuam a ser motivo de preocupação: as avaliações distendidas dos ativos expõem esses fundos ao risco de uma correção de preços, e os descasamentos de liquidez e vencimentos continuam, de modo geral, sem solução.²

Os mercados de capitais estão ganhando importância como fonte de financiamento para combater as alterações climáticas e alcançar

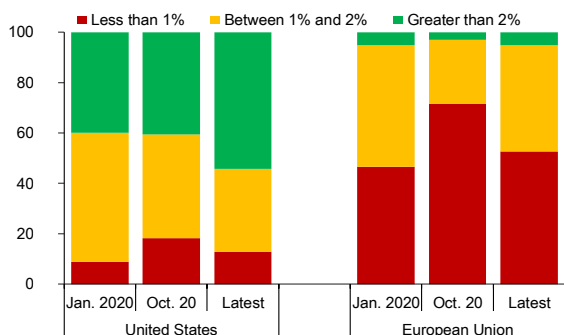
² Ver o capítulo 1 da edição de outubro de 2020 do *Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial* e a [revisão holística do Conselho de Estabilidade Financeira \(FSB\)](#).

Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



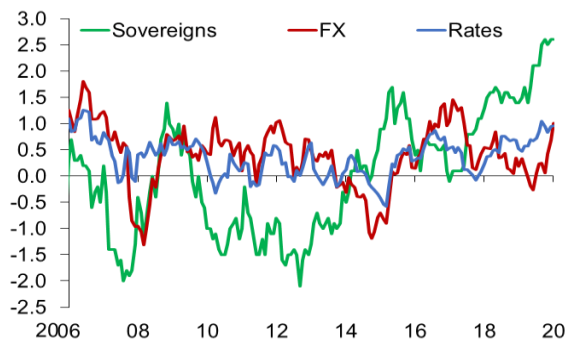
Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.
Note: 2020 is partial data as of November 30.

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes
(Percent, over five years)



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

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets
(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

objetivos sociais, e podem desempenhar um papel crucial para tornar a recuperação mais verde.

A maior conscientização sobre a necessidade de gastos sociais, provavelmente ligada aos esforços para combater a pandemia, levou a um forte aumento da emissão de títulos sociais em 2020. Os devedores têm recorrido a fontes de financiamento sustentáveis, e a previsão é que a emissão de dívida sustentável em 2020 supere o recorde de mais de US\$ 650 bilhões em 2019 (Gráfico 13).

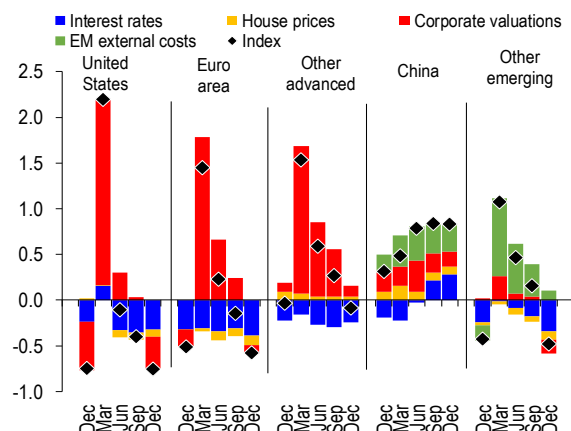
A batalha continua

O apoio na forma de políticas continua a ser necessário até que uma recuperação sustentável se consolide, para evitar que a crise provocada pela pandemia represente uma ameaça para o sistema financeiro internacional. A comunidade global deve buscar a cooperação multilateral para o desenvolvimento e a distribuição equitativa de vacinas em todo o mundo, a fim de assegurar uma retomada uniforme e completa da economia. As autoridades devem salvaguardar o progresso feito até aqui e tirar partido do lançamento das vacinas para retomar o crescimento sustentável. A ponte até o momento em que as vacinas estejam amplamente disponíveis exige a preservação da política monetária acomodatória, assegurando o apoio à liquidez em benefício de famílias e empresas e mantendo os riscos financeiros sob controle.³ Um apoio insuficiente das medidas de política poderia comprometer a recuperação, e o FMI e outras instituições multilaterais estão prontas para prestar assistência adicional caso as previsões mais pessimistas se materializem.

Contudo, as autoridades também devem estar cientes dos riscos de uma correção nos mercados caso os investidores reavaliem bruscamente as perspectivas de crescimento ou o panorama das políticas. Com a recuperação ainda incipiente e as expectativas de uma inflação ainda moderada, prevê-se que a política monetária permaneça acomodatória nos próximos anos (Gráfico 14). As avaliações dos ativos parecem estar distendidas em vários mercados. Uma

³ A edição de outubro de 2020 do *Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial* traz uma discussão sobre políticas monetárias, fiscais e financeiras para apoiar a recuperação da economia e as prioridades em matéria de política após a contenção da pandemia.

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

Note for all charts where applicable: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

sensação de complacência está permeando os mercados financeiros, pois os investidores parecem apostar na manutenção do respaldo das políticas, e a uniformidade das visões do mercado aumenta o risco de uma correção dos preços (Gráfico 15). Um aperto súbito e brusco das condições financeiras a partir dos níveis muito baixos atuais – por exemplo, em consequência de uma elevação persistente dos juros de longo prazo – poderia ser especialmente pernicioso caso esse aperto venha a interagir com as vulnerabilidades financeiras (Gráfico 16).

Os riscos para a estabilidade financeira estão sob controle até o momento, mas é preciso agir para enfrentar as vulnerabilidades financeiras expostas pela crise. As autoridades enfrentam um dilema intertemporal entre manter o apoio à recuperação até que o crescimento sustentável se consolide e enfrentar as vulnerabilidades financeiras que já eram evidentes antes da pandemia ou que surgiram desde então. Entre elas, destacam-se o aumento da dívida empresarial, as fragilidades no setor das instituições financeiras não bancárias, o aumento da dívida soberana, as dificuldades de acesso aos mercados em algumas economias em desenvolvimento e a diminuição da lucratividade em alguns sistemas bancários. A aplicação de políticas macroprudenciais para abordar essas vulnerabilidades é crucial para não pôr em risco o crescimento a médio prazo.