

Os desdobramentos da crise internacional na Zona do Euro

Por **Gilberto Borça Jr.**
Economista da APE

Revés da economia grega explicita problemas de outros países da região

O pânico gerado pelo agravamento da crise financeira internacional, em 2008, ficou para trás. Suas consequências, no entanto, ainda se fazem presentes. O episódio mais recente, que vem ganhando destaque na imprensa econômica especializada, é o da Grécia. A combinação de uma dívida pública elevada (superior a 113% do PIB) com vencimentos concentrados no curto prazo, e um déficit fiscal de 13,6% em 2009, levou o País a uma situação vulnerável perante os mercados. O caso da Grécia é emblemático, pois explicita as dificuldades também enfrentadas por outras economias da Zona do Euro.

Para se entender os atuais desdobramentos da crise financeira internacional é importante ter presente que sua evolução foi marcada por três fases distintas. Em

um primeiro momento, ainda em meados de 2007, o estouro da bolha imobiliária nos EUA acarretou uma acentuada queda nos preços dos ativos ao redor do mundo (imóveis, ações e *commodities*). Em um segundo momento, com o problema atingindo os bancos norte-americanos e europeus, houve uma contração da liquidez em escala global, impactando sobremaneira o nível da atividade mundial. Visando mitigar esses efeitos, os governos, intervieram maciçamente, realizando não apenas operações de salvamento de bancos e empresas, mas também políticas fiscais e monetárias anticíclicas. A atuação das autoridades cumpriu seu objetivo, impedindo uma contração ainda mais pronunciada das economias.

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

Contudo, o final de 2009 reservou surpresas importantes, trazendo a tona o terceiro momento da crise financeira internacional, os chamados riscos quase-soberanos. Em meados de novembro, surgiram dúvidas quanto à solvência da Dubai World – principal empresa de Dubai, um dos sete Estados que compõe os Emirados Árabes Unidos. Foi necessário o auxílio financeiro de outro emirado, o de Abu Dhabi, mediante um empréstimo de US\$ 10 bilhões, para devolver o clima de tranquilidade aos mercados.

Em seqüência, o primeiro semestre de 2010 trouxe à tona, como “bola da vez”, o risco soberano dos países excessivamente endividados e com elevados déficits fiscais pertencentes à Zona do Euro, os chamados PIIGS – Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. O excessivo volume de endividamento público, aliado às perspectivas de baixo crescimento econômico, levou ao rebaixamento, ao fim de abril de 2010, dos *ratings* de Espanha, Portugal e Grécia pelas principais agências de classifi-

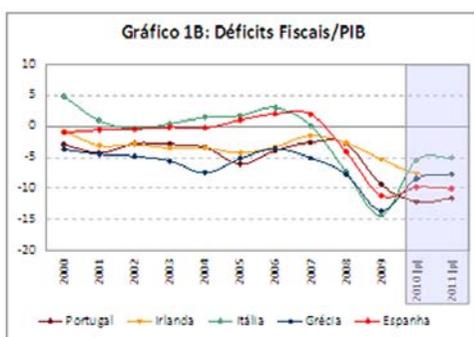
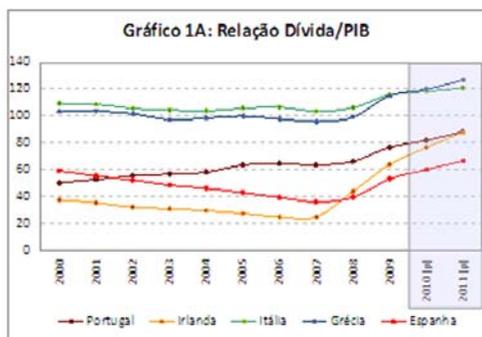
cação de risco. A Grécia, inclusive, perdeu sua condição de *investment grade*.

O objetivo desse número do Visão do Desenvolvimento é fornecer um panorama geral do atual estágio da crise internacional, analisando os fatores que tomaram os PIIGS vulneráveis dentro do arranjo monetário da Zona do Euro. Destaca-se, em particular o problema da Grécia. Embora as preocupações venham se direcionando para a situação fiscal debilitada dessas economias, a restauração da competitividade externa é também um fator igualmente importante.

Endividamento público e déficits fiscais

O Gráfico 1 mostra o problema central dos países mais vulneráveis da Zona do Euro, isto é, a evolução dos níveis de endividamento público e dos déficits fiscais dos PIIGS. De acordo com as projeções da OCDE, a expansão dos gastos públicos para combater os efeitos da crise internacional em 2008

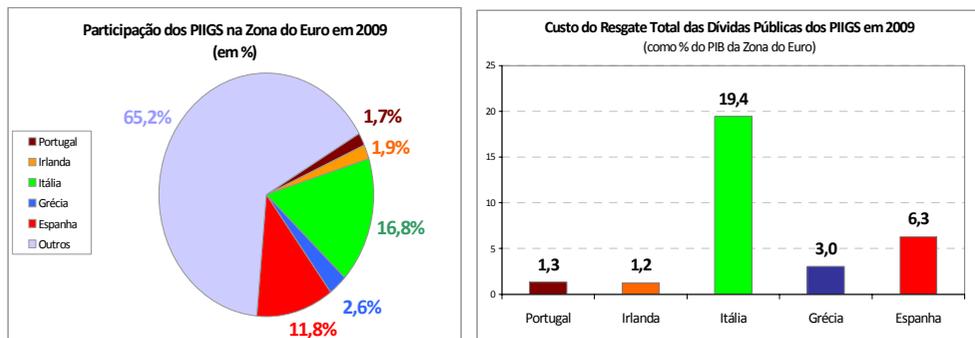
Gráfico 1: Dívida Pública e Déficit Fiscal dos PIIGS
(como % do PIB)



Fonte: Eurostat. Projeções da OCDE. Elaboração APE/BNDES.

(p) = projeções

Gráfico 2: Participação e Custo Integral de Resgate das Dívidas do PIIGS em 2009 (em % do PIB da Zona do Euro)



Fonte: Eurostat. Elaboração APE/BNDES.

gerará, ao longo dos próximos anos, forte crescimento da relação dívida pública/PIB desses países. Nem mesmo os planos de ajuste fiscal anunciados por seus governos têm sido suficientes para reverter às perspectivas das trajetórias de crescimento do endividamento público.

A despeito desse quadro fiscal frágil, o Gráfico 2 mostra, simultaneamente, a participação do PIB dos PIIGS na Zona do Euro em 2009, e o custo de um possível resgate integral de suas dívidas como proporção do PIB da região. Nota-se que o custo total da dívida dos países varia sensivelmente. Enquanto Itália e Espanha, em conjunto, representariam um ônus de mais de 25% do PIB da Zona do Euro, Portugal, Irlanda e Grécia, apresentam números bem mais modestos – respectivamente 1,3%, 1,2% e 3,0%.

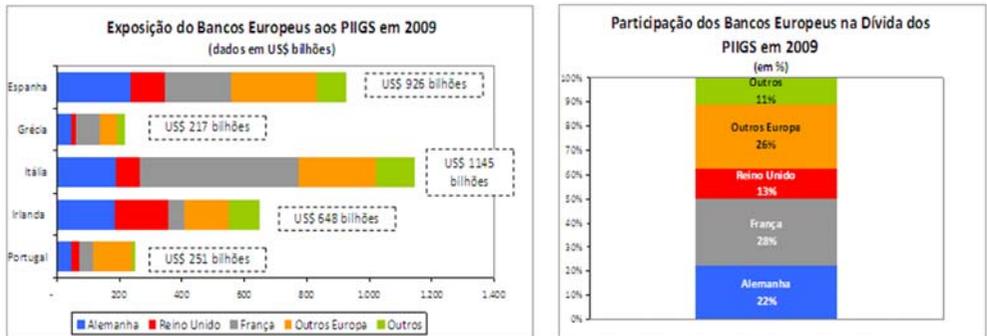
Apesar de o custo de resgate das dívidas públicas de Portugal, Irlanda e Grécia ser

relativamente baixo, a ausência de um plano de salvamento poderia ser particularmente desastrosa. Tendo em perspectiva o caso da Grécia – que é o mais delicado dentre esses países –, Roubini & Das (2010)¹ destacam que as economias europeias estão “*too-interconnected-to-fail*”, ou seja, estão muito interligadas através do sistema financeiro europeu. A possibilidade de contágio na ausência de um pacote de resgate para a Grécia, com severos abalos para a recuperação da atividade econômica na região, seria eminente.

Nesse sentido, o último relatório do BIS (*Bank for International Settlements*) sobre as estatísticas dos principais sistemas bancários do mundo, sintetizado no Gráfico 3, mostra a exposição dos bancos europeus por país relativamente à dívida dos PIIGS. Ao fim de 2009, o montante total do endividamento atingia o valor nominal de US\$ 3,2 trilhões, dos quais França e Alemanha, em conjunto, respondiam por 50%. No caso específico da Grécia, bancos franceses e alemães carregavam cerca de 57%

¹ Roubini & Das (2010). “Will Europe’s PIIGS Learn to Fly?”. www.roubini.com

Gráfico 3: Exposição dos Bancos Europeus segmentados por país à Dívida dos PIIGS em 2009 (em US\$ bilhões e em % do total)



Fonte: BIS. Elaboração APE/BNDES

dos papéis da dívida pública grega.

No entanto, os problemas dessas economias vão além da atual situação fiscal debilitada e da necessidade de redução dos déficits orçamentários. A entrada dos PIIGS na Zona do Euro teve como consequência imediata a melhora das condições de captação dos governos junto aos mercados. Seus custos convergiram na direção dos títulos emitidos pela Alemanha. Além disso, a adoção de uma moeda única, ancorada na estabilidade e credibilidade do *"deutsche mark"*, proporcionou aumento de poder de compra dos agentes econômicos. Houve, portanto, uma combinação de redução do custo de emissões da dívida pública e elevação do poder de compra das famílias, sendo responsável por fomentar o crescimento da demanda doméstica.

Esse processo gerou perda de competitividade externa dessas economias frente à Alemanha. As majorações de preços e salários nos PIIGS aconteceram em níveis superiores aos ganhos de produtividade. Uma elevação mais rápida dos custos domésticos perante os parceiros comer-

ciais, em um contexto de rigidez da taxa nominal de câmbio (EURO) leva, invariavelmente, a uma apreciação real de suas taxas de câmbio. Além disso, esses países tiveram perdas de *market-share* de seus mercados exportadores devido à concorrência de países cujo custo unitário do trabalho é mais baixo (China e Turquia, por exemplo). O resultado foi o aumento dos déficits em transações correntes e maior necessidade de financiamento externo. O Gráfico 4 mostra, entre 2000 e 2008, tanto a perda de competitividade dos PIIGS em relação à Alemanha, como a evolução de seus respectivos déficits em transações correntes. Essa situação caracteriza-se como uma espécie de *"European Imbalance"*, semelhante à que ocorre atualmente na economia mundial entre China e EUA – *"Global Imbalance"*.

Essa perda de competitividade externa dos PIIGS é fruto não apenas do crescimento de preços e salários em ritmo superior aos ganhos de produtividade, mas também da adoção de políticas deliberadas de contenção dos custos domésticos na Alema-

nao ao longo da década de 2000. Essa postura alemã representa uma reversão às políticas expansionistas realizadas na década de 1990, que contemplavam os custos da reunificação e da absorção de massa de trabalhadores oriundos do antigo lado Oriental.

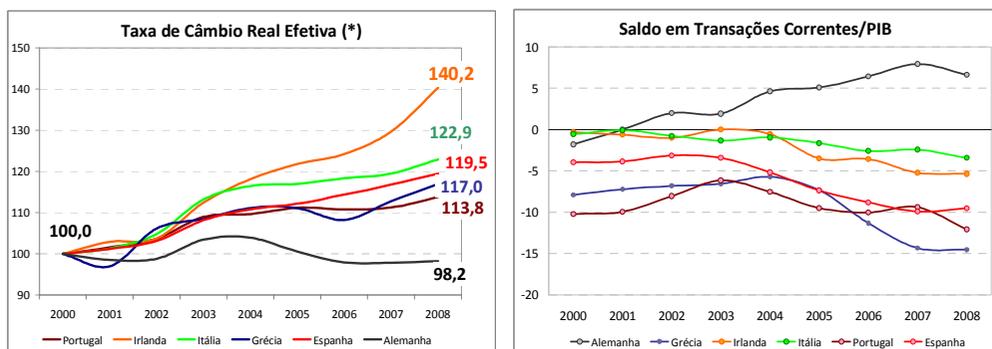
Esses países, portanto, necessitam atuar em duas frentes para a resolução de seus problemas de dívida soberana. Se, por um lado, torna-se fundamental a realização de políticas fiscais contracionistas que reduzam de maneira drástica os níveis de déficits públicos, por outro, há necessidade de recuperação da competitividade externa. Um ajuste fiscal estrutural cíclico somente será bem sucedido se vier acompanhado de algum vetor de demanda agregada que viabilize a retomada do nível de atividade. Ajustes fiscais em ambientes recessivos ou de crescimento anêmico tornam-se contra-producentes, pois impactam de forma negativa o crescimento econômico e a arrecadação tributária. Exigem-se, posteriormente, cortes orçamentários ainda maiores, que novamente impactam o nível de atividade.

Na Zona do Euro, a utilização da moeda única impede que o mecanismo clássico de recuperação da competitividade externa via depreciação cambial nominal aconteça. Com isso, esses países possuem duas alternativas. A primeira é implementar um rigoroso processo de ajustamento e reformas estruturais na economia, de modo a reduzir os níveis de preços e salários domésticos. Essa opção, no curto prazo, provocará resultados recessivos, elevando as tensões sociais e as pressões políticas. A segunda opção, que não exclui a primeira, é uma expansão da demanda externa viabilizada por políticas expansionistas dos países europeus superavitários, como a Alemanha. Quanto mais compartilhado for esse processo de ajustamento, menor será o ônus em termos de nível de atividade e emprego para os PIIGS.

“A Tragédia Grega”

A Grécia é um país relativamente pequeno da Zona do Euro. Em 2009, representou

Gráfico 4: Taxa de Câmbio Real Efetiva (2000 = 100) e Saldo em Transações Correntes/PIB dos PIIGS e da Alemanha



Fonte: Eurostat e OCDE. Elaboração APE/BNDES.

(*) custo nominal unitário do trabalho deflacionado pelo de 36 parceiros comerciais

apenas 2,6% do PIB da região. Somente a partir de 2001, dois anos após a criação escritural da moeda única, foi permitida sua entrada na união monetária. Porém, mesmo com a adesão ao Euro, o país continuou a apresentar sérios problemas de transparência e credibilidade em suas contas públicas. Há, inclusive, suspeitas de que houve manipulação de seus indicadores fiscais para o cumprimento dos Critérios de Maastricht, que tinham por objetivo estabelecer uma convergência das políticas fiscais dos países da Zona do Euro, permitindo, no máximo, déficits públicos de 3,0% do PIB, e uma relação dívida pública/PIB de 60%.

A crise internacional teve impactos relativamente mais suaves na performance da economia grega em 2009 *vis-à-vis* à

região da Zona do Euro – queda de 2,0% contra retração de 4,1%. Entretanto, as perspectivas de recuperação para 2010 não são favoráveis. De acordo com as projeções da FMI, a Grécia apresentará retração de 2,0% em 2010, frente um crescimento de 1,0% da região como um todo².

A gravidade da situação da Grécia pode ser particularmente evidenciada frente a alguns indicadores:

- ✓ segundo maior déficit fiscal da Zona do Euro em 2009 (13,6% do PIB)
- ✓ déficit em transações correntes de 9,6 % do PIB em 2009

✓ dívida pública total estimada em cerca de US\$ 535 bilhões, com mais de 25% concentrada nos anos de 2010, 2011 e 2012.

A resposta dos mercados a essa vulnerabilidade de economia grega tem sido dada pela diferenciação de seus *spreads* de CDS (*credit default swap*) frente aos demais PIIGS (Gráfico 5). Desde o final de 2009, a percepção de risco de mercado com relação à economia grega vem se elevando de maneira considerável frente à dos demais países.

Tendo esses números em perspectivas, o plano de resgate elaborado para a Grécia foi realizado mediante uma ação conjunta dos países da Zona do Euro e do FMI. Inicialmente o valor seria de €45 bilhões. Porém,

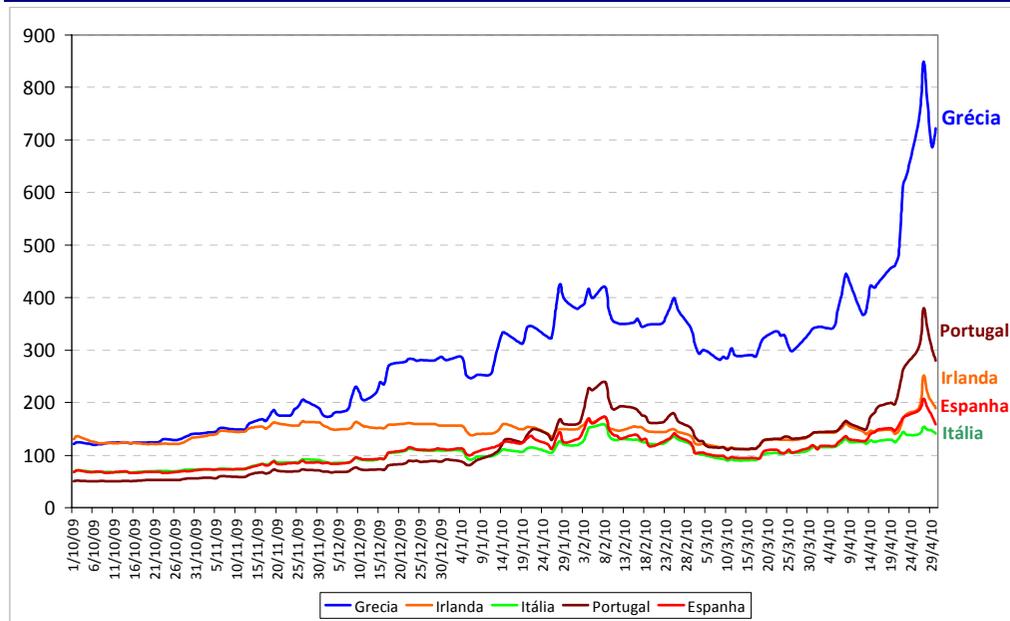
devido à elevação das taxas de rolagem exigidas pelos mercados no refinanciamento da dívida grega, e à possibilidade de contágio aos demais PIIGS, esse montante foi elevado para €110 bilhões. Desse valor, que será desembolsado ao longo dos próximos três anos, €80 bilhões seriam provenientes dos países da Zona do Euro, e €30 bilhões do FMI. Como contrapartida, o país terá de implementar um intenso ajuste fiscal, o qual, dentre outros objetivos, contemplará cortes de gastos orçamentários no valor nominal de €30 bilhões, reduzindo seu déficit fiscal para um valor inferior a 3,0% do PIB em 2014.

A opção por esse formato de ajuda financeira se deve a motivações bem específicas. Há interesse na manutenção do aparato institucional da moeda única devido à exposição dos sistemas bancários das principais economias da região (França e Ale-

Grécia deve encolher 2% em 2010, enquanto o restante da região pode crescer 1%

² As projeções divulgadas em maio pela Comissão Europeia, indicam que a retração na Grécia será ainda mais intensa, atingindo 3,0%.

Gráfico 5: *Spread Médio das Operações com CDS de 5 anos dos PIIGS*
(*spread sobre os T-Bonds Norte-Americanos de 5 anos*)



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

manha) à dívida grega. Um *default* da Grécia, ao abalar o coração financeiro da Zona do Euro, certamente teria efeitos negativos na já incipiente econômica da região, agravando a possibilidade da ocorrência de um “*double-dip*”. Obviamente não se deve perder de vista a possibilidade de agravamento de *moral hazard* em uma conduta de salvamento desse tipo, a qual poderia aumentar os problemas de contágio da crise grega na direção de outros PIIGS. Nesse sentido, o auxílio conjunto do FMI atua não apenas como mecanismo mitigador do problema de *moral hazard*, mas também como órgão fiscalizador do cumprimento das medidas de ajuste fiscal anunciadas. Certamente, a experiência do FMI em auxílios financeiros

desse tipo é um fator a contribuir para a credibilidade das medidas anunciadas.

Conclusões

A grande questão que permeia não apenas o problema da Grécia, mas em maior ou menor grau também os demais PIIGS, são os amplos déficits fiscais e o endividamento público crescente. Essa combinação tem elevado de maneira considerável os custos de refinanciamento de suas dívidas, refletido na elevação dos *spreads* de CDS. A solução, no entanto, vai além da implementação de medidas de combate ao déficit público. O saneamento das contas públicas é condição necessária, mas não suficiente para evitar

a eclosão da crise das dívidas soberanas. O raciocínio é simples. Um ajuste fiscal é tão mais bem sucedido quanto maior for o crescimento da economia, pois a base de incidência das receitas orçamentárias torna-se mais elevada. Já em ambientes recessivos ou de crescimento anêmico, apertos fiscais contribuem ainda mais para queda da atividade econômica, reduzindo as receitas tributárias e requerendo, posteriormente, maiores contrações fiscais. Entra-se, portanto, em um círculo vicioso.

Nesse sentido, para melhorar os componentes cíclicos e estruturais dos déficits fiscais é necessário, paralelamente, elevar a taxa de crescimento das economias. Portanto, o ajuste nos PIIGS requer um vetor de demanda agregada que viabilize a expansão do nível de atividade em um contexto de aperto fiscal. Para isso, a recuperação da competitividade externa torna-se fundamental.

Em um arranjo monetário de uma moeda única, entretanto, não há a possibilidade de utilização de desvalorizações cambiais nominais como mecanismo restaurador de competitividade externa. A alternativa de curto prazo é a implementação de um ajustamento interno através de medidas restritivas que sejam capazes de reduzir os custos domésticos. Esse processo será tão menos custoso quanto maior for o compartilhamento do ônus do ajustamento pelos países superavitários (leia-se Alemanha). Em outras palavras, o ajuste nos PIIGS pode ser mais suave no que tange a seus impactos no nível de atividade se for auxiliado por uma política

expansionista de gastos da Alemanha.

A crise da Zona do Euro chama atenção, também, para outro aspecto interessante. A resposta das economias periféricas da Europa à crise asiática de 1997 constituiu-se em uma maior aproximação e, posteriormente, a entrada na união monetária. A estratégia era reduzir o risco da ocorrência de crises de confiança ancorando suas economias na estabilidade e credibilidade do “*deutsche mark*”. Como contrapartida, abdicou-se da utilização autônoma de instrumentos internos de políticas monetária e cambial. Se, inicialmente, esse não era um preço alto a se pagar, a crise dos PIIGS em geral, e da Grécia em particular, mostra o quão importante seria, nesse momento, a utilização da política cambial como mecanismo restaurador da

competitividade externa.

Em compensação, outras economias

emergentes – como, por exemplo, China, Índia e Brasil – adotaram, cedo ou tarde, uma estratégia diferente de resposta à crise asiática de 1997. Ao invés de restringirem a utilização dos instrumentos de política econômica, esses países optaram por realizar uma política agressiva de acúmulo de reservas internacionais. Com isso não apenas blindaram suas respectivas economias de crises semelhantes às ocorridas nos anos de 1990, mas também elevaram o grau de autonomia de suas políticas econômicas domésticas. Quando a crise financeira internacional se agravou em 2008, a capacidade de resposta desses países foi muito mais efetiva do que a da periferia europeia.

Ajuste nos PIIGS poderá ser suavizado por uma política expansionista da Alemanha