

A União Européia e o Euro

Crise na Grécia, Situações na Irlanda, em
Portugal, Espanha e Itália

Senado Federal

**Comissão de Relações Exteriores
e Defesa Nacional**

Audiência Pública - 12 de setembro de 2011

Isaias Coelho

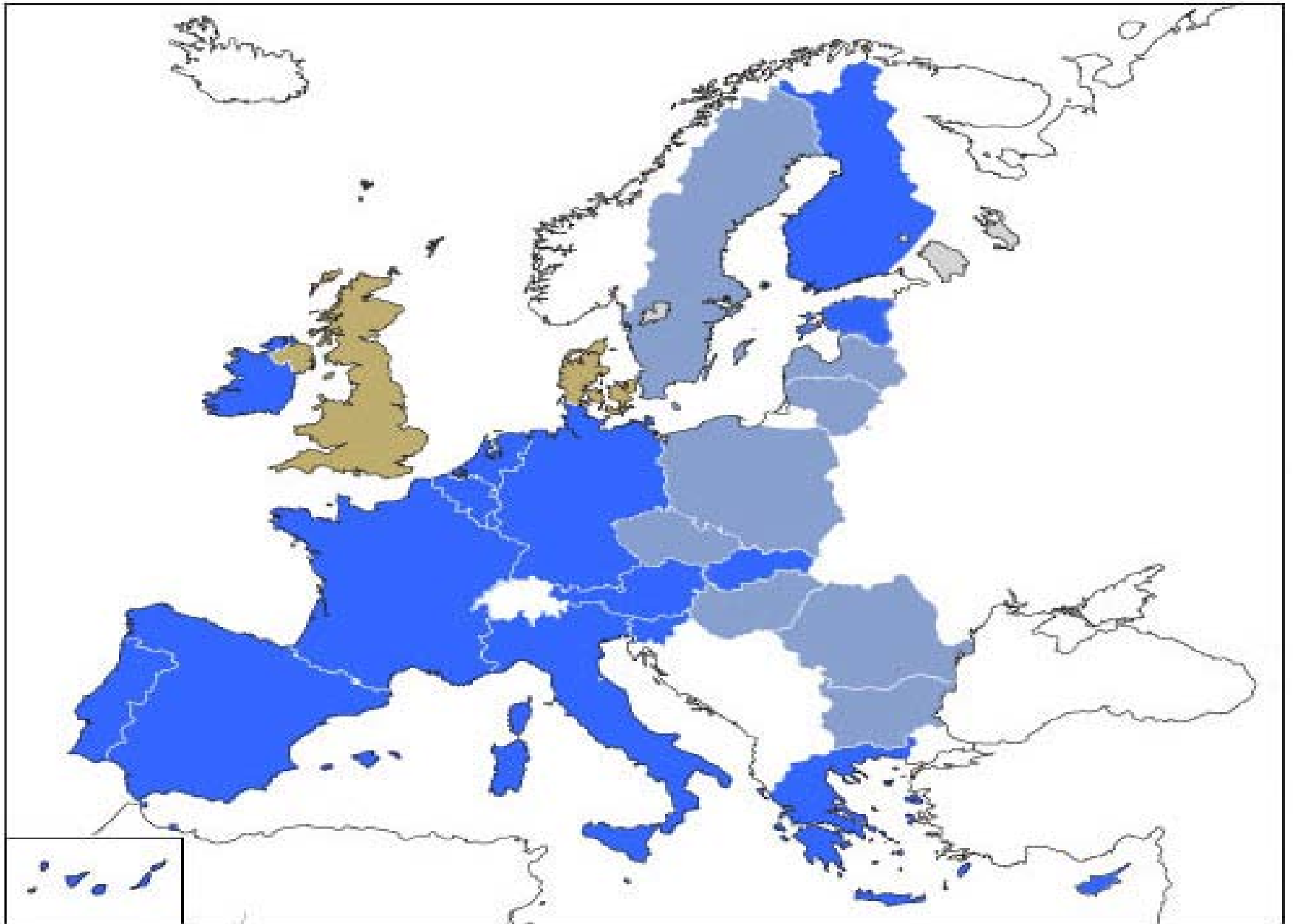
Núcleo de Estudos Fiscais, DireitoGV/SP

Sumário

- **I – Situação atual**

- **II - Alternativas**

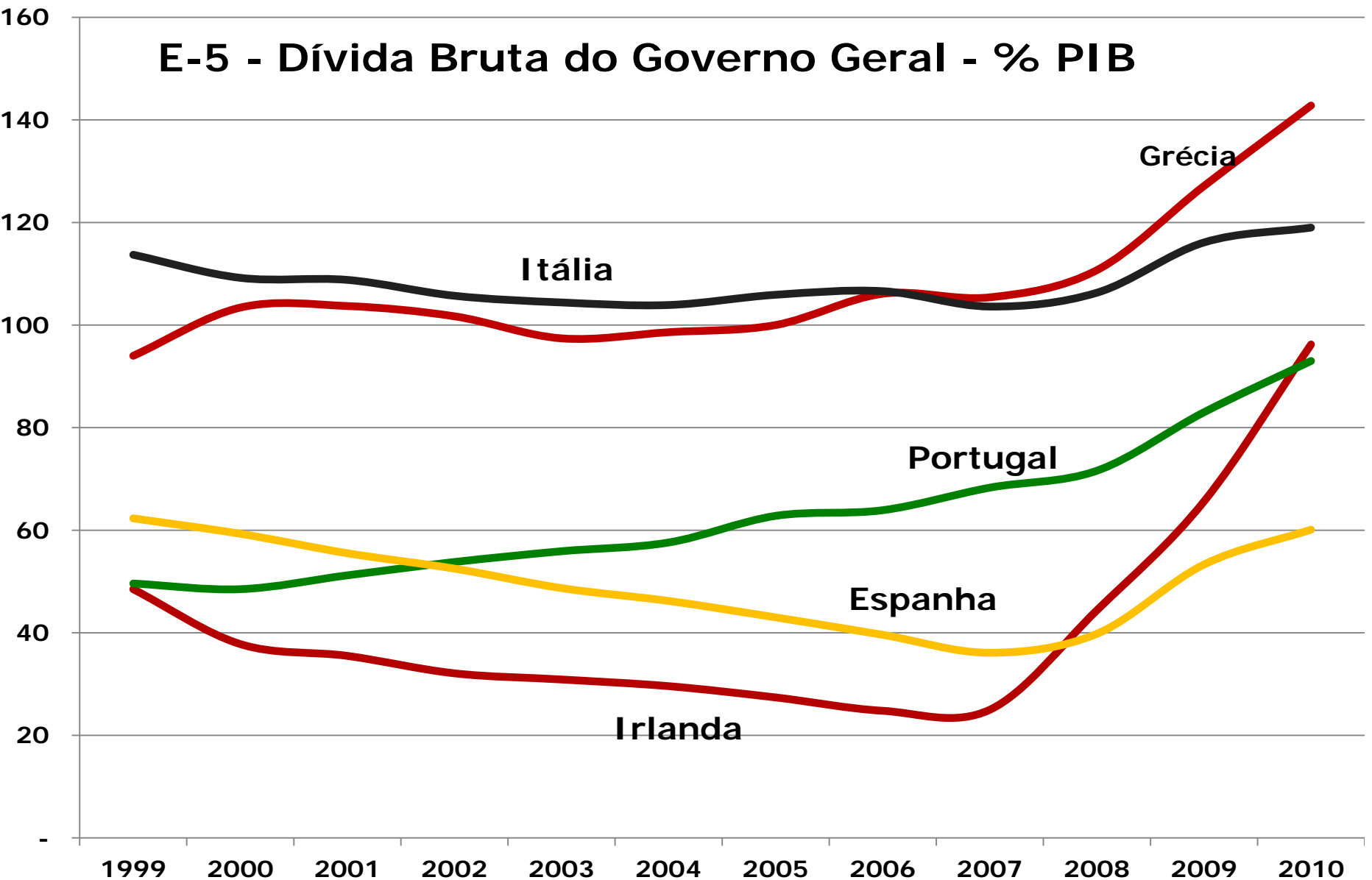
- **III – Riscos para o Brasil**



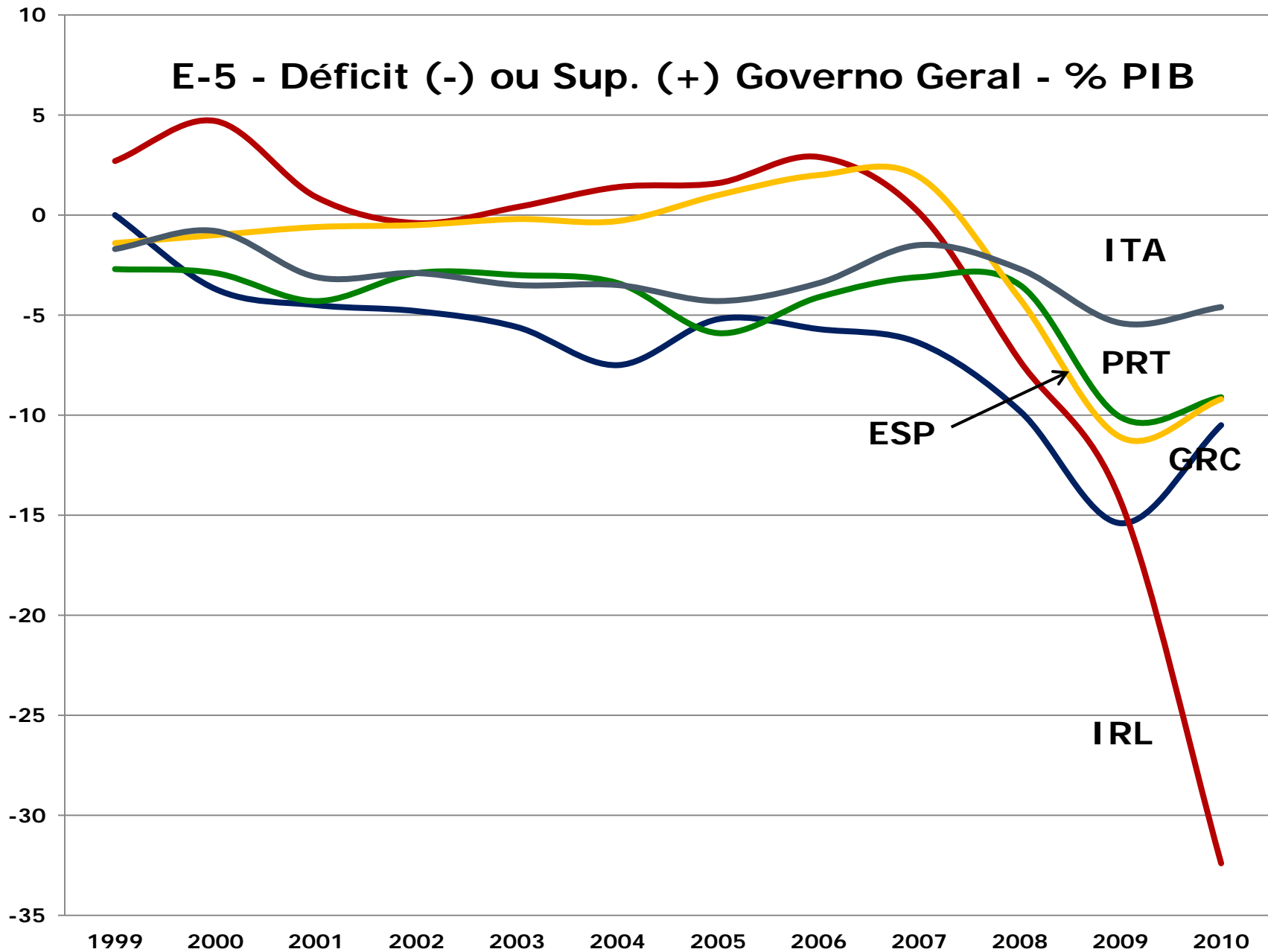
Situação atual

- ❑ **Grécia, Irlanda e Portugal estão na UTI, incapazes de manter o serviço da dívida pública**
- ❑ **Espanha e Itália enfrentam dificuldades de rolar sua dívida**
- ❑ **Teme-se que a crise contamine todo o sistema financeiro europeu, e através dele a economia mundial**

E-5 - Dívida Bruta do Governo Geral - % PIB



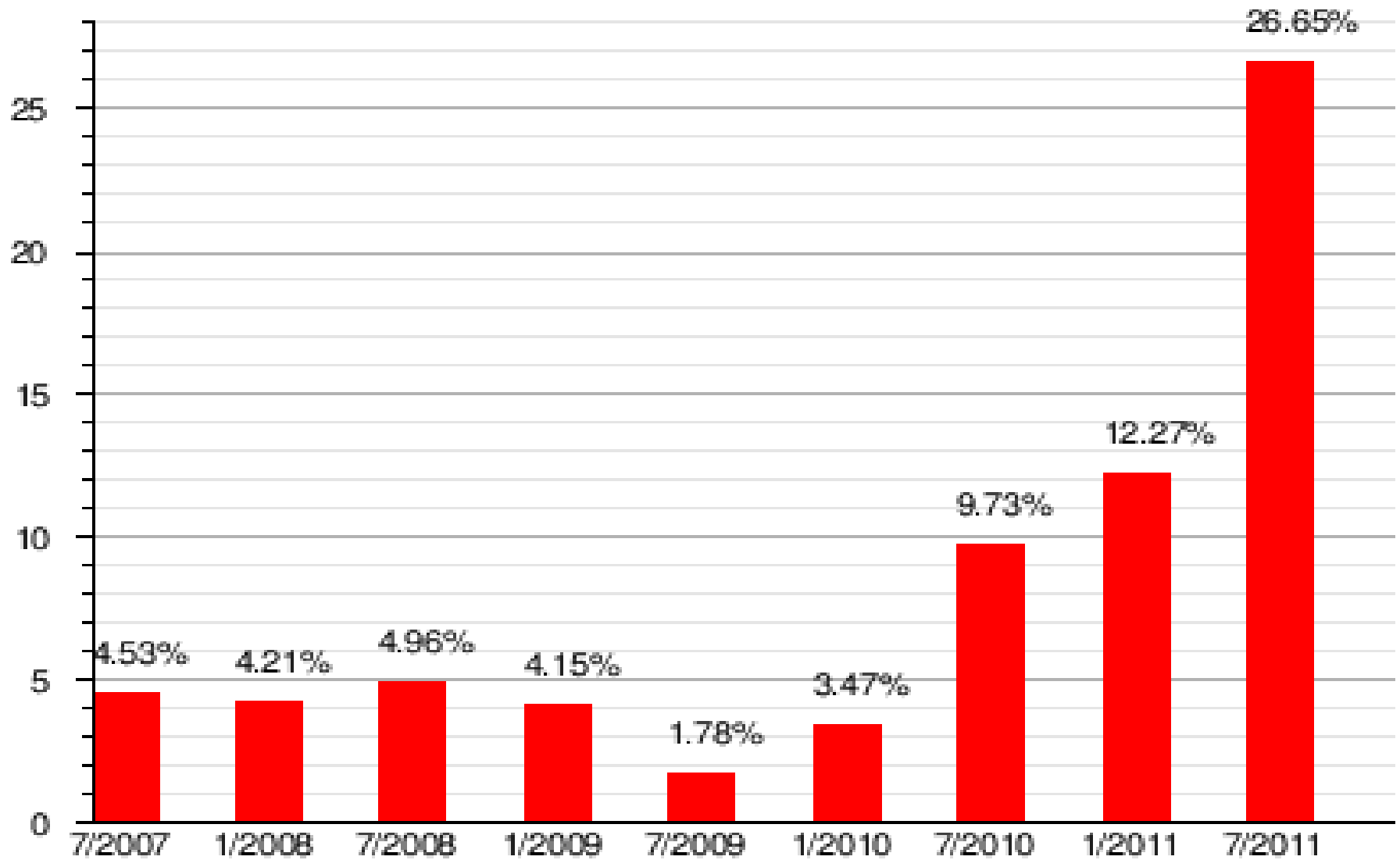
E-5 - Déficit (-) ou Sup. (+) Governo Geral - % PIB



Grécia no olho do furacão

- 1. Pacote de socorro (EFSF) em 2 maio 2010 (€110 bi) – insuficiente**
 - 2. Novo pacote de socorro em 21 julho 2011 (€109 bi) – condições duras**
 - 3. EU e IMF suspendem negociações em 2 setembro 2011**
 - 4. Economia em deterioração**
 - 5. Margem CDS implica mercado espera calote com probabil. 91%**
-

Interest rate of Greek Two Year Government Bonds



Irlanda e Portugal

- ❑ Pacote de socorro (EFSF) à Irlanda em 28 novembro 2010 (€85 bi)
 - ❑ Pacote de socorro (EFSF) a Portugal em 10 maio 2011 (€75 bi)
 - ❑ Dos €100 bi de ativos do Banco Central Europeu, €60 bi são títulos de GRC-IRL-PRT → banco (capital de €10 bi) precisará ser recapitalizado
 - ❑ Nem EFSF nem CBE tem capacidade para segurar ESP e ITA
-

Espanha e Itália

- ❑ Até agora fora de monitoramento de EU e FMI
- ❑ Até agora não recorreram ao EFSF
- ❑ Em 8 agosto, eventos GRC-IRL-PRT contagiam mercados, forçando BCE a comprar títulos de ESP e ITA
- ❑ Condição BCE: Consolidação fiscal

EFSF (Programa Europeu Estabilidade Financeira)

- Criado em 9 maio 2010 para socorrer países da Eurozona
- Poder de empréstimo €440 bi
 - Talvez suficiente para GRC-IRL-PRT
 - Insuficiente para os demais:
só para ESP e ITA seria preciso €1 tri

A Alemanha...

- ... é a principal força econômica da Eurozona, maior financiador do EFSF e do BCE
- Embora o país seja o que mais se beneficia com o Euro, o socorro à Grecia etc. é impopular:

O que o cidadão alemão típico diz

“esses gregos trabalham pouco, gastam mais do que ganham, se aposentam cedo, se endividam e depois esperam que paguemos suas dívidas”

O que a liderança política alemã sabe

- **Na Eurozona, Δ salários, inflação variam por país**
- **Só na Alemanha salários sobem menos que produtividade**
 - **“Moeda” alemã se desvaloriza frente à dos demais**
 - **Produção alemã mais competitiva**
 - **Eurozona é mercado cativo alemão**

Espiral de dificuldades para sair da crise

- ❑ medidas para redução do déficit desaceleraram o crescimento
- ❑ razão dívida/PIB: novos empréstimos aumentam a dívida, enquanto o PIB cai ou estagna
- ❑ na crise, a arrecadação tributária sofre: bases ↓ e cumprimento ↓
- ❑ confiança se abate: de eleitores nos políticos, do mercado financeiro na capacidade de pagamento do país

Falta de confiança se reflete nos mercados

- ❑ Empresas com caixa não investem, famílias com dinheiro não gastam, bancos líquidos não emprestam
 - ❑ Em agosto 2011, bolsas de ações perderam US\$4 tri (2x PIB do Brasil)
 - ❑ Preço do ouro está num máximo histórico e continua subindo
 - ❑ Suíça limitou valor do franco a 1,20 por €, escalando a guerra cambial
-

Problema não é só da Grécia

**Se não se encontrar uma saída para
GRC-IRL-PRT, toda a Europa sofrerá**

**“É como o Titanic, nem mesmo os
passageiros da primeira classe
poderão ser salvos.”**

Giulio Tremonti, Min. Economia Itália

II - Alternativas de Políticas para Sair da Crise

Hip. 1: Grécia sai do Euro

(voluntariamente ou por expulsão)

- ❑ Grécia necessariamente daria calote na dívida (dívida/PIB cresceria muito)
- ❑ Portugal e Irlanda passam a ser bolas da vez → bancos agirão preventivamente
- ❑ Sistema do Euro pode desmoronar

Hip. 2: Insistir na Estratégia Atual

- ❑ PIB da Grécia já caiu 7,5% desde 2008, desemprego > 16%, salários caíram 6,8% num ano; mas câmbio real só desvalorizou 6% em 1 ano
 - ajuste tomaria muitos anos, socialmente penoso e politicamente insustentável
 - ❑ Ajuste poderia funcionar se houvesse alta credibilidade das autoridades fiscais, para reativar a demanda
-

Hip. 3: Grécia fica no Euro e dá calote

- ❑ Não resolve o problema de falta de competitividade da Grécia
 - horizonte muito longo para a recuperação econômica
 - ❑ Perda de credibilidade das dívidas soberanas na Eurozona
 - ❑ Risco de contágio; de novo, Portugal e Irlanda (e Itália?) bolas da vez
-

Hip. 4: Emissão de Eurobonos

- ❑ Problema: risco moral → exigiria forte supervisão fiscal dos países emissores
- ❑ Títulos poderiam receber a classificação de risco do estado mais frágil (S&P)
- ❑ Aumentaria importância da Alemanha como potência política (via condicionalidade) (EFSF fora da UE, onde a Inglaterra tem poder de veto)

Hip. 5: Alemanha, Holanda... ampliam assistência financeira

- ❑ **Cenário Pessimista: Formato em cascata do EFSF pode gerar efeito dominó → colapso do Euro**
- ❑ **Cenário Otimista: Maior coordenação fiscal → Europa avança para federação política**

III – Riscos para o Brasil

Problemas potenciais

- (1) perda de dinamismo na economia mundial
- (2) crise *financeira* se transformando em crise do *sistema* financeiro; pode se transformar em crise *política* nos Est. Unidos e na Europa

Economias desaceleraram...

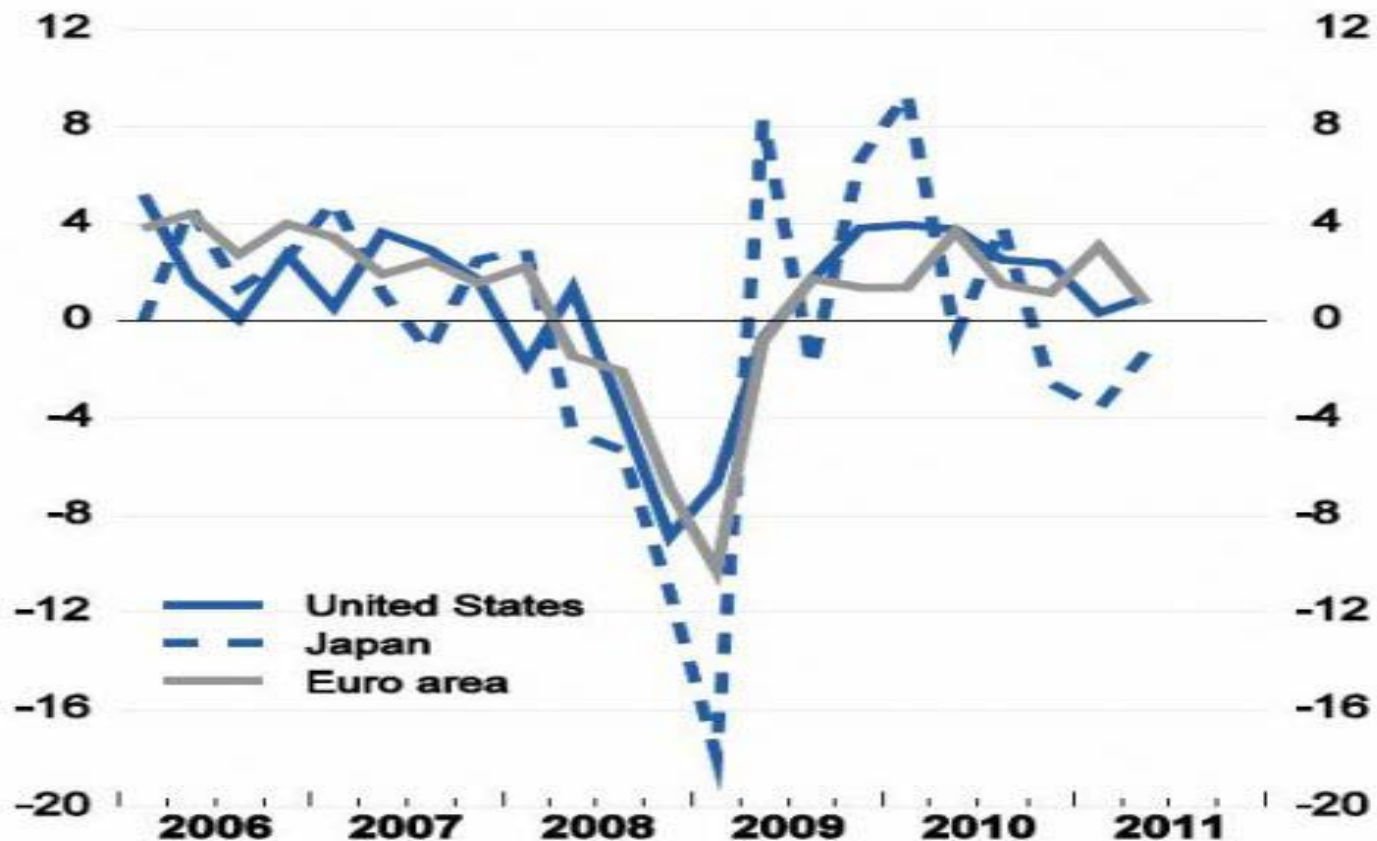
Crescimento econômico projetado para 2011 (%)

	Jan.2011	Atual
Mundo	4,4	4,0
Eurozona	1,7	1,5
Japão	1,4	-0,7
Est. Unidos	3,0	1,6
Brasil	4,1	3,6

Fonte: FMI *World Economic Outlook*

Growth has decelerated in major OECD economies

Quarterly growth of real GDP, annualised, in per cent



Source: OECD. Quarterly National Accounts database.

Atores econômicos mundiais

- *Emergentes* são apenas 20% da economia global, incapazes de tirar o mundo da recessão
- *Est. Unidos, Europa e Japão* somam 70% do PIB global. Querem escapar da estagnação mas:
 - Têm dívida e déficits altos → sem espaço para política fiscal expansionista
 - taxa de juros já está a nível historicamente baixo → sem espaço p/expansão monetária

Componente política interna

**Governos estão atônitos, paralisados—
vide reunião G-7 em Marselha
anteontem. Calendário não ajuda:**

- Nov. 2011, Espanha: eleições parlamento**
- Maio 2012, França: eleição presidencial**
- Nov.2012, Est.Unidos: eleição presidencial**
- Alemanha, Itália, Japão 2013: parlamento**

**Merkel perdeu 5 eleições neste ano, a última
em 4 de setembro no seu estado natal**

Riscos Externos São Altos

- **Diferente de 2008, países estão em situação fiscal frágil, incapazes de socorrer seus bancos → risco maior de contágio internacional via bancos**
- **Precedente suíço pode levar a desvalorizações competitivas de moedas (como ≤ 1945) com fragmentação do comércio mundial**

Riscos Externos Altos - 2

- ❑ Risco de que ajuste fiscal conduza a uma espiral descendente (Zoelick)
- ❑ 50% de chances de recessão na Eurozona. Europa poderia levar mundo a contração econômica (EI-Arian)
- ❑ se stress atingir o cerne da Eurozona, haverá grandes consequências globais (relatório do IMF sobre *spillovers*, julho 2011)

Lições da História (Reinhart-Rogoff)

- ❑ **Alto endividamento → calote e re-estruturação → baixo crescimento**
 - ❑ **Em muitos países, dívida privada é dívida pública contingente**
 - ❑ **Aversão ao calote conduz a repressão financeira:**
 - **empréstimo forçado: fundos pensão**
 - **limites a taxas de juros**
 - **restrição a movimentos de capital**
-

Muito obrigado!

isaias@nucleodeestudosfiscais.com.br