

Instabilidade do Ambiente Externo: Implicações da Crise Europeia para o Brasil

17/08/2010

Monica Baumgarten de Bolle

*Galanto Consultoria Ltda.
IEPE Casa das Garças*

Tópicos

- ❑ As origens da crise europeia
- ❑ Por que a crise não ficou restrita ao Velho Continente?
- ❑ Implicações para o crescimento global e para a economia brasileira.

As origens

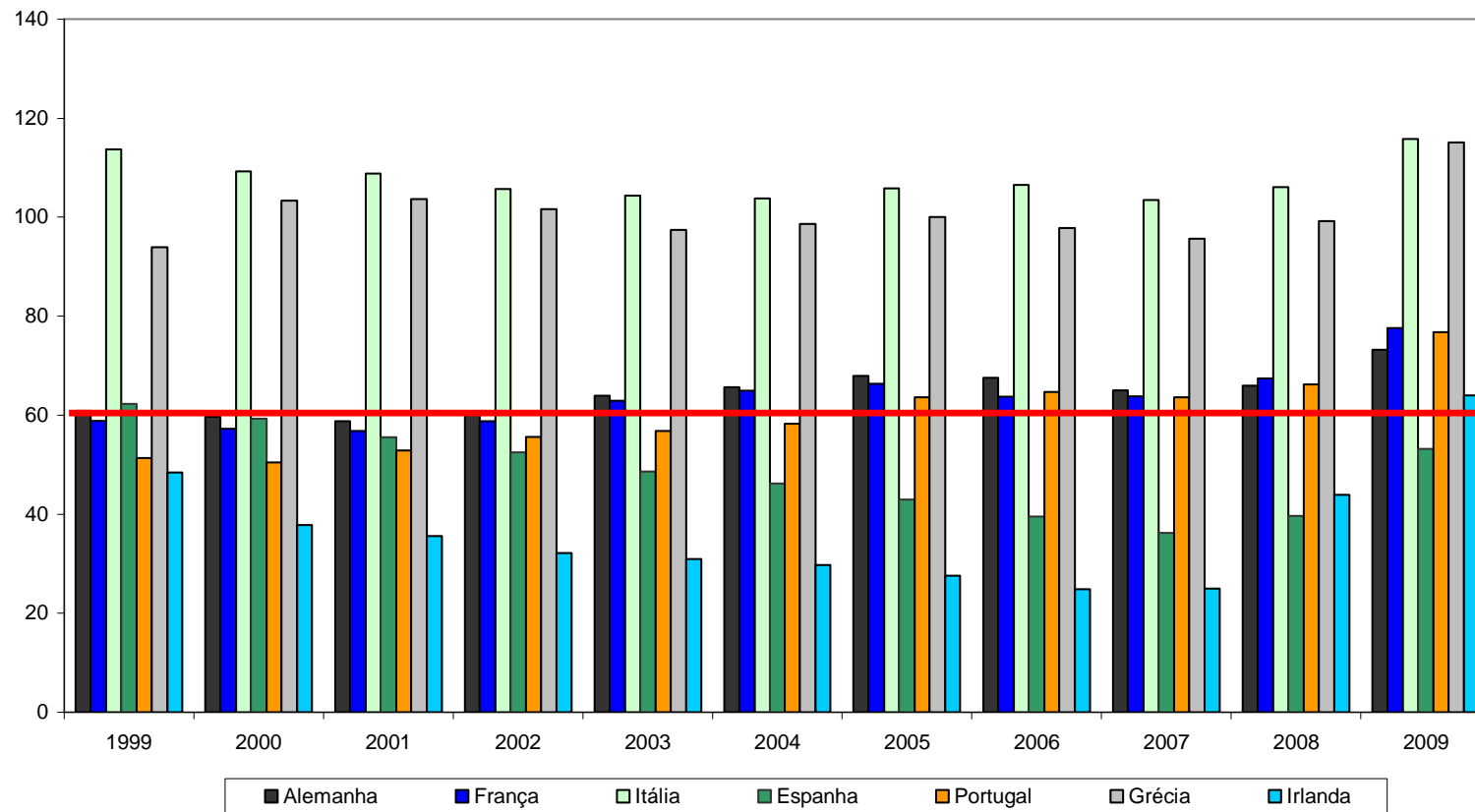
- Causas da Crise: 3 visões
 - Eurocéticos – Zona Monetária Subótima.
 - No entanto, ninguém jamais guardou a ilusão de que a Eurozona atendia aos critérios de Mundell (1961). O projeto sempre foi político (Gustav Stresemann, Nobel da Paz em 1926, defendeu a criação da moeda única na Liga das Nações em 1929).
 - Ausência de mecanismos de coordenação fiscal.
 - Aposta excessivamente otimista na capacidade de convergência de alguns países.

Ausência de Mecanismos de Coordenação Fiscal

- O problema na verdade foi o enfraquecimento/não-cumprimento do SGP:
 - A Grécia, que iniciou o efeito dominó, simplesmente não estava sendo monitorada, nem pelas autoridades responsáveis, nem pelos *bond vigilantes*. (A Itália também não...).
 - Na verdade, o SGP tinha um mecanismo de penalidades que nunca foi utilizado. O desenho original contemplava uma multa de 0,5% do PIB do país que não estivesse cumprindo, por três anos consecutivos, os critérios fiscais. Se essa penalidade tivesse sido aplicada, a Europa teria hoje um fundo “respeitável”...

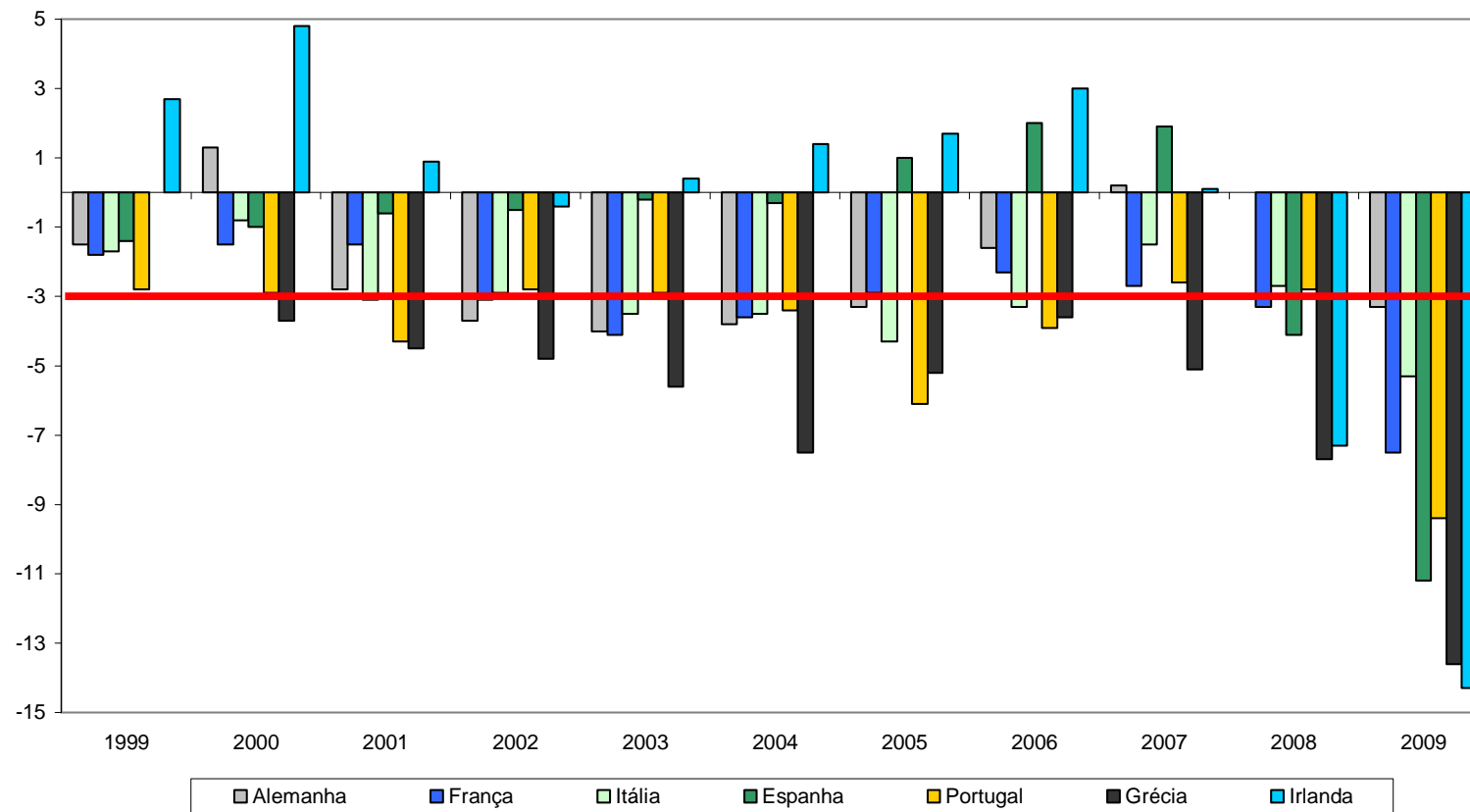
Critérios de Maastricht: Dívida

Zona do Euro: Dívida PIB



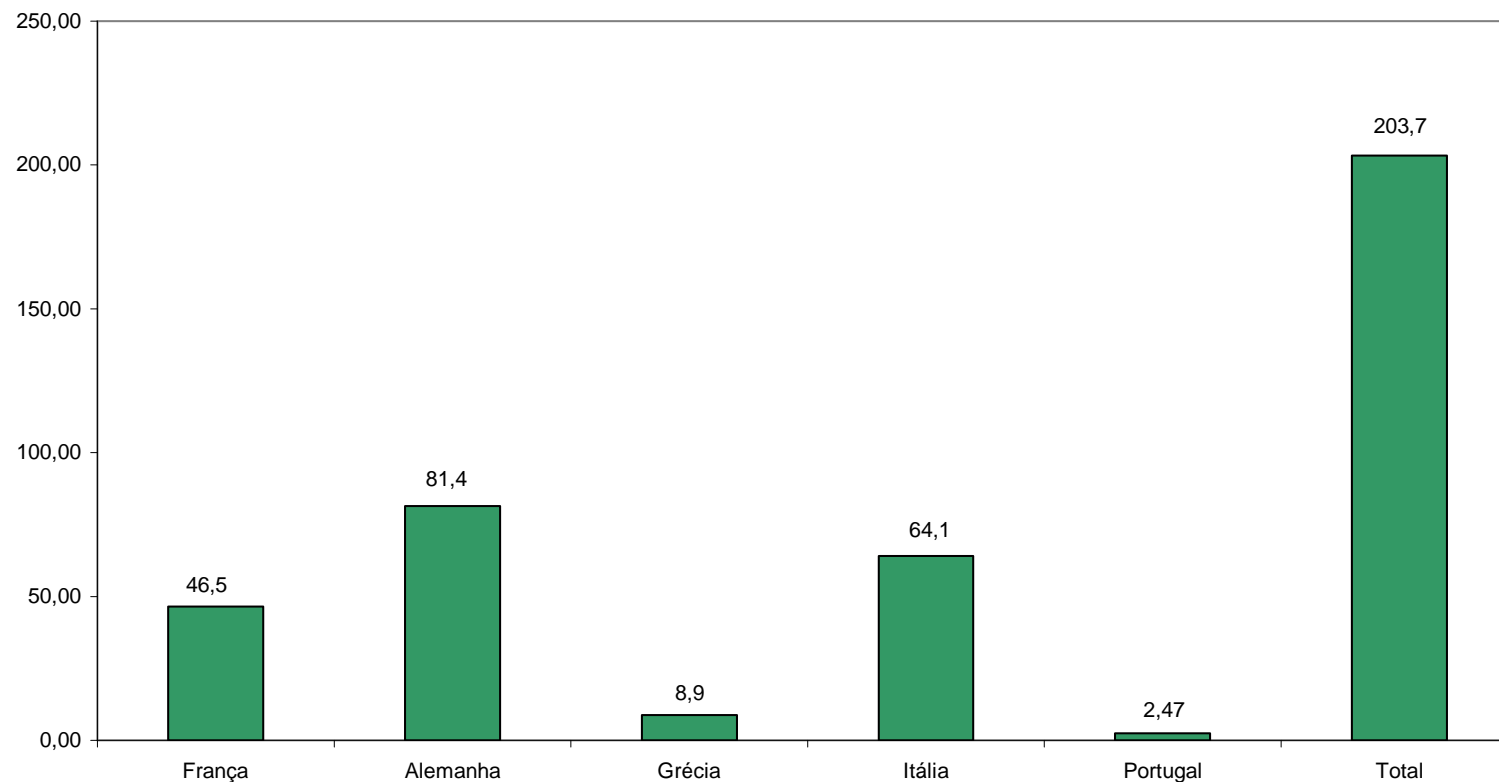
Critérios de Maastricht: Déficit

Zona do Euro: Déficit/PIB



Penalidades jamais pagas = 27% dos “recursos” do SPV...(750 bi)

Penalidades por Descumprir o SGP
(em bilhões de euros)

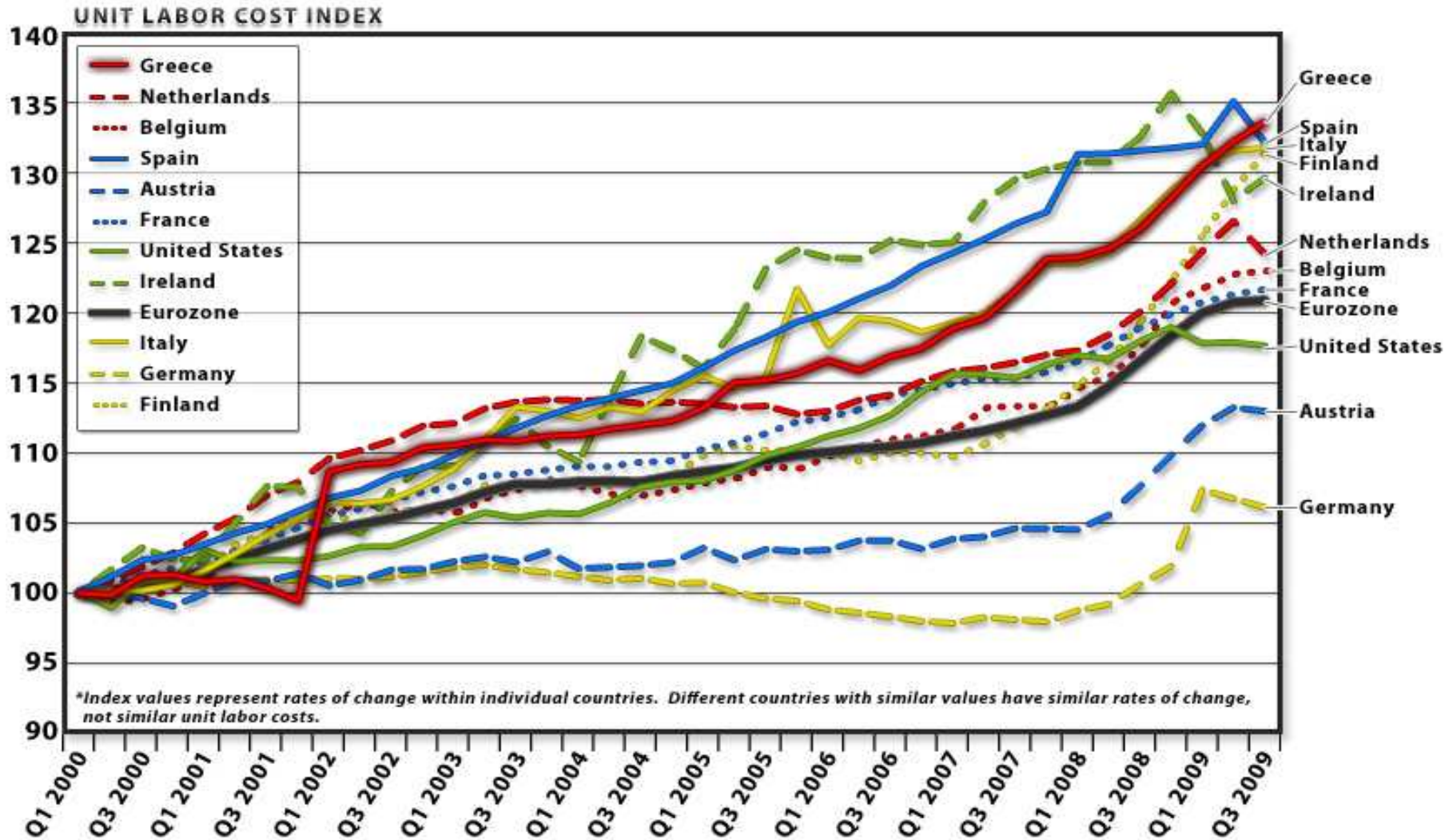


Aposta excessivamente otimista na capacidade de convergência

- Aposta excessivamente otimista na capacidade de convergência de alguns países:
 - Não vale para a Grécia, que nunca respeitou os critérios fiscais (nem a Itália).
 - Espanha, Irlanda e (em menor grau) Portugal: *boom* com a adesão ao euro, excesso de endividamento do setor privado e perda de competitividade relativa (aumento do déficit externo).
 - “Ajuste” gradual que deveria ter se seguido ao período de *boom* foi atropelado pela crise de 2008.
 - Alemanha implementou importantes reformas estruturais e uma reorganização das indústrias que, embora tenham resultado inicialmente em um período de crescimento muito fraco, viabilizaram a “máquina exportadora” que existe hoje.

- Eventos externos, como os “desequilíbrios globais” – a rigidez das moedas asiáticas – também acentuaram a perda de competitividade de países da zona do euro.

EUROZONE LABOR COSTS



SOURCE: OECD

Copyright STRATFOR 2010 www.STRATFOR.com

Fonte de Tensão

Exportações para a Zona do Euro como % das Exportações Totais

	Média de 1995	Média de 2008
Alemanha	38,83%	42,02%
França	43,04%	48,22%
Itália	48,12%	43,57%
Grécia	55,38%	43,04%
Portugal	62,42%	61,16%
Espanha	60,08%	55,16%
Irlanda	39,41%	41,07%

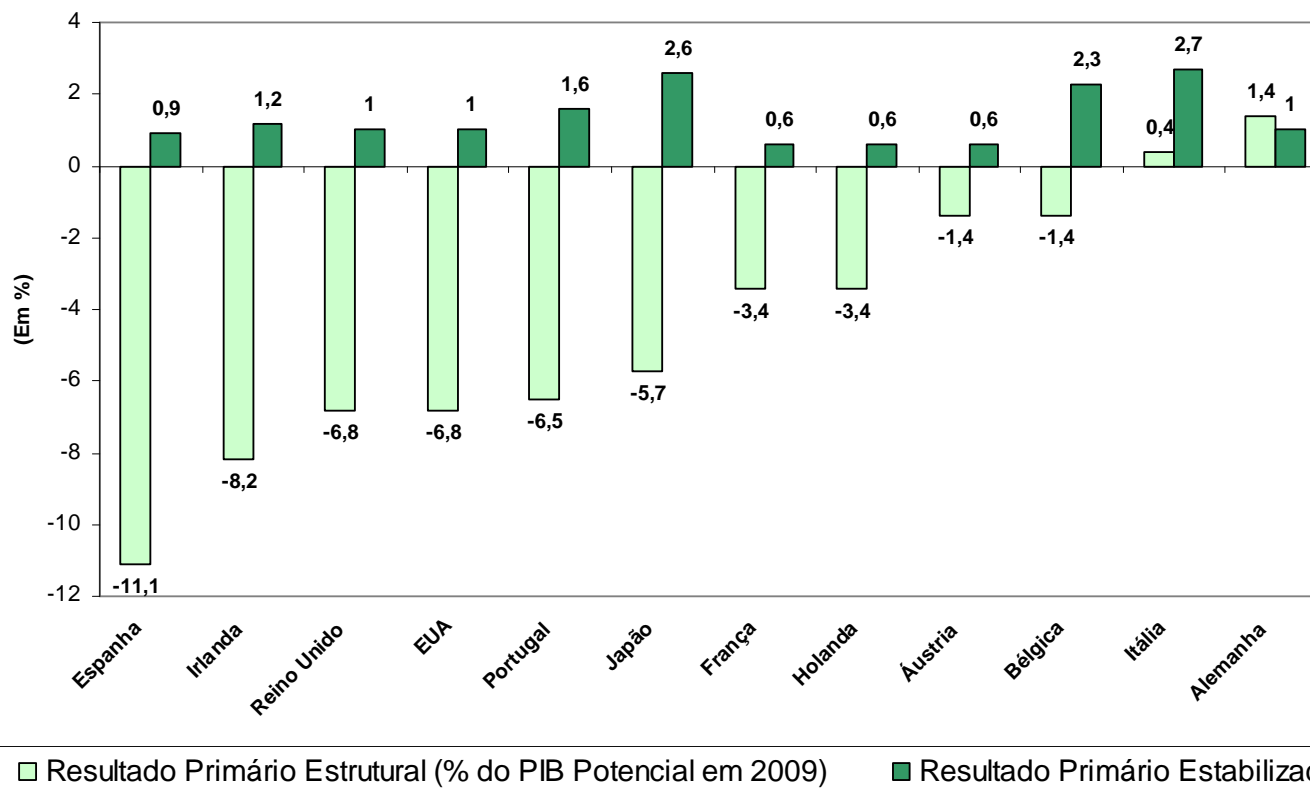
Fonte: DOTS (FMI)

Por que não ficou restrita ao Velho Continente?

- Chamou a atenção para o problema dos balanços sobrecarregados e para o excesso de endividamento que hoje afligem a grande maioria das economias avançadas.
 - Balanços sobrecarregados limitam a capacidade de crescimento pois o ajuste dos estoques via fluxos é doloroso. Medidas severas de austeridade no caso do excesso de dívida do setor público; aumento da poupança (redução do consumo) nos casos do setor privado e das instituições financeiras. Efeito amortecedor sobre a recuperação global no curto prazo.
 - No médio/longo prazos, o ajuste dos balanços pode envolver alguma dose de aceleração inflacionária. Implicação: a saída da crise provavelmente resultará em um período prolongado de crescimento anêmico e inflação elevada.

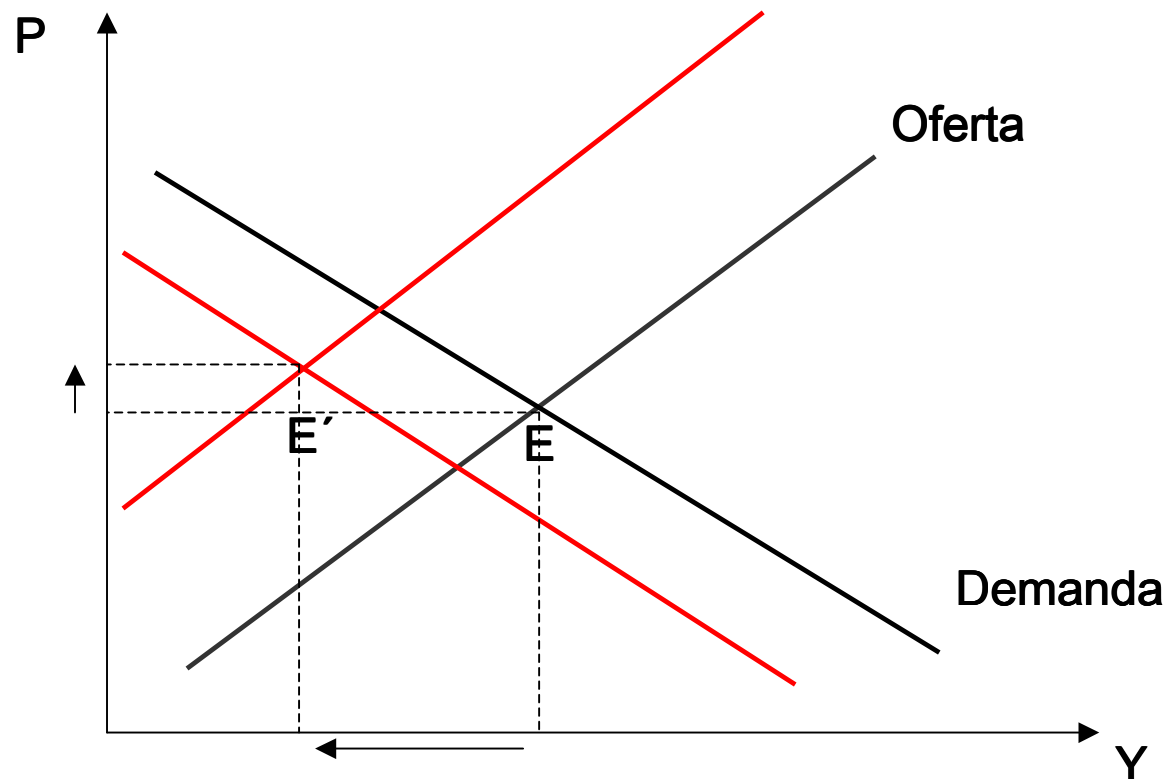
Balancos Sobrecarregados e os Fluxos

Resultado Primário Realizado vs. Resultado Necessário para Estabilizar a Dívida
(Em 2008-14)



Por que a saída pode ser “estagflacionária” para o Mundo

□ A Crise Financeira

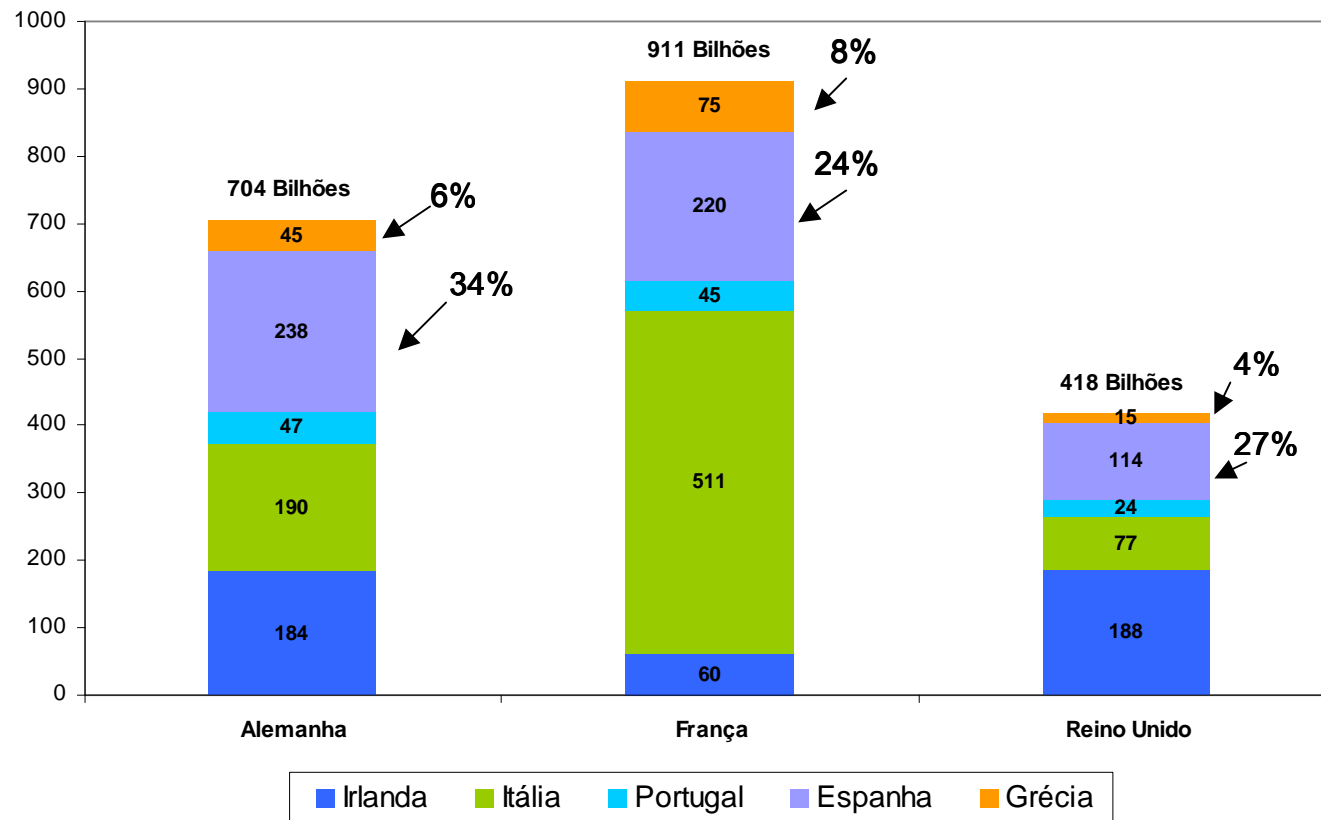


Os Bancos

- ❑ Os temores de uma crise bancária na Europa foram permanentemente afastados com a divulgação dos testes de estresse?
 - Alguns bancos têm exposições importantes à dívida dos países periféricos.
 - As hipóteses dos testes de estresse não contemplaram cenários realmente severos para a resolução dos problemas de excesso de endividamento.
 - Reação dos mercados, apesar de relativamente positiva, foi bem diferente do caso americano.

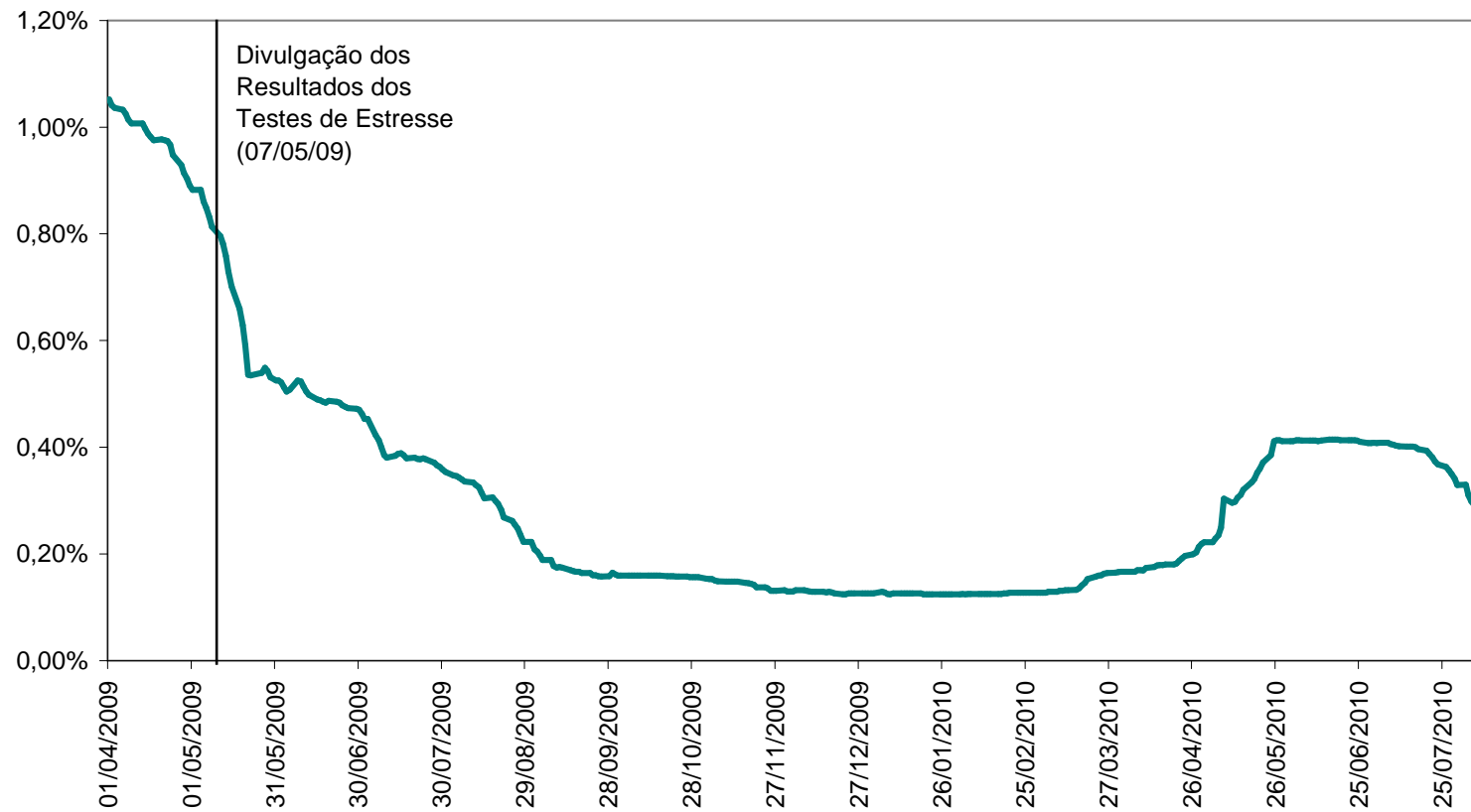
Exposição do Ativo dos Bancos

Créditos de Bancos Alemães, Franceses e Britânicos



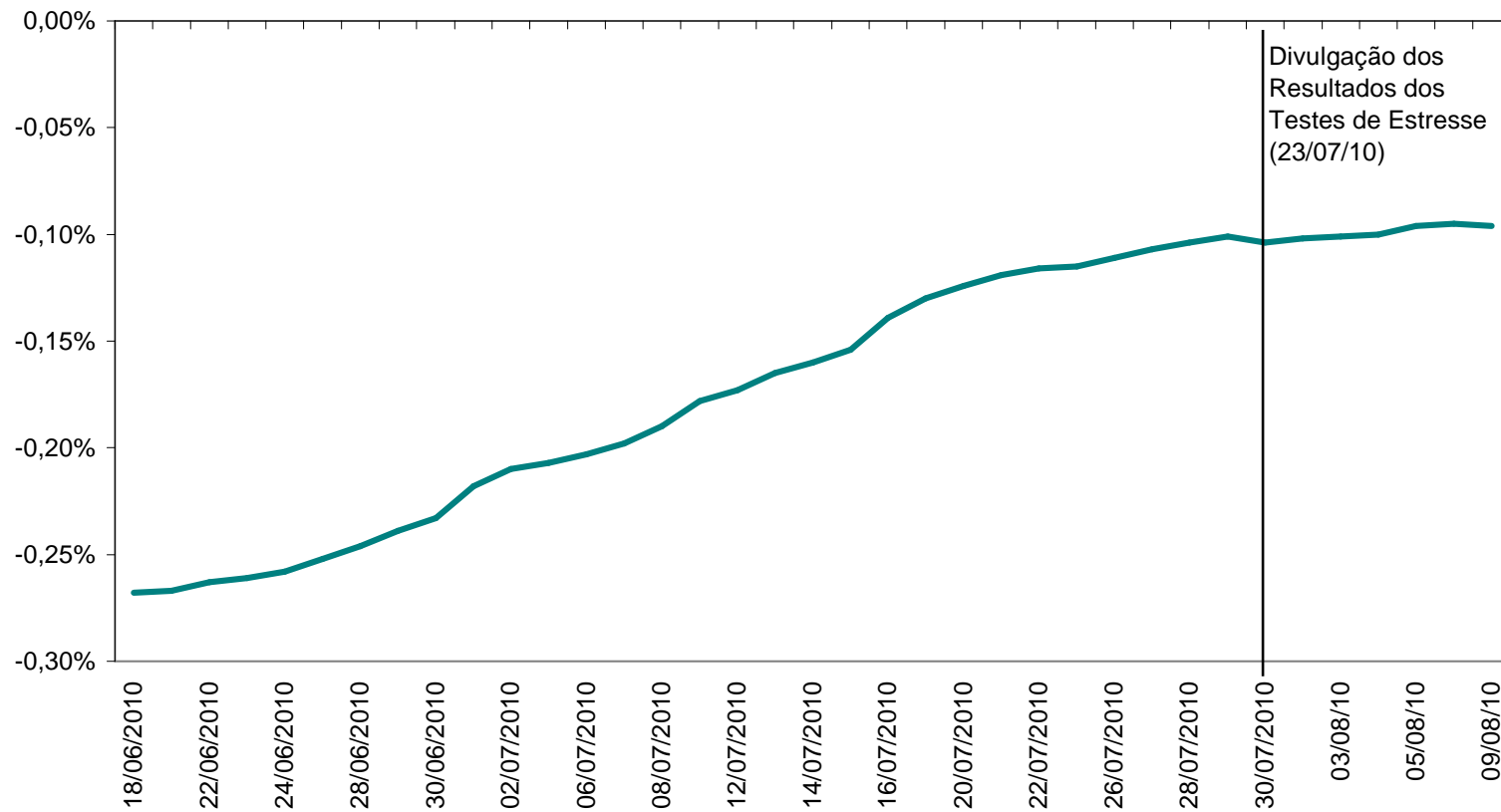
Testes de Estresse nos EUA

EUA: *Spread* entre a Libor e a Fed Funds Rate



Testes de Estresse Europa

Zona do Euro: *Spread* entre a Euribor e a ECB Refinancing Rate

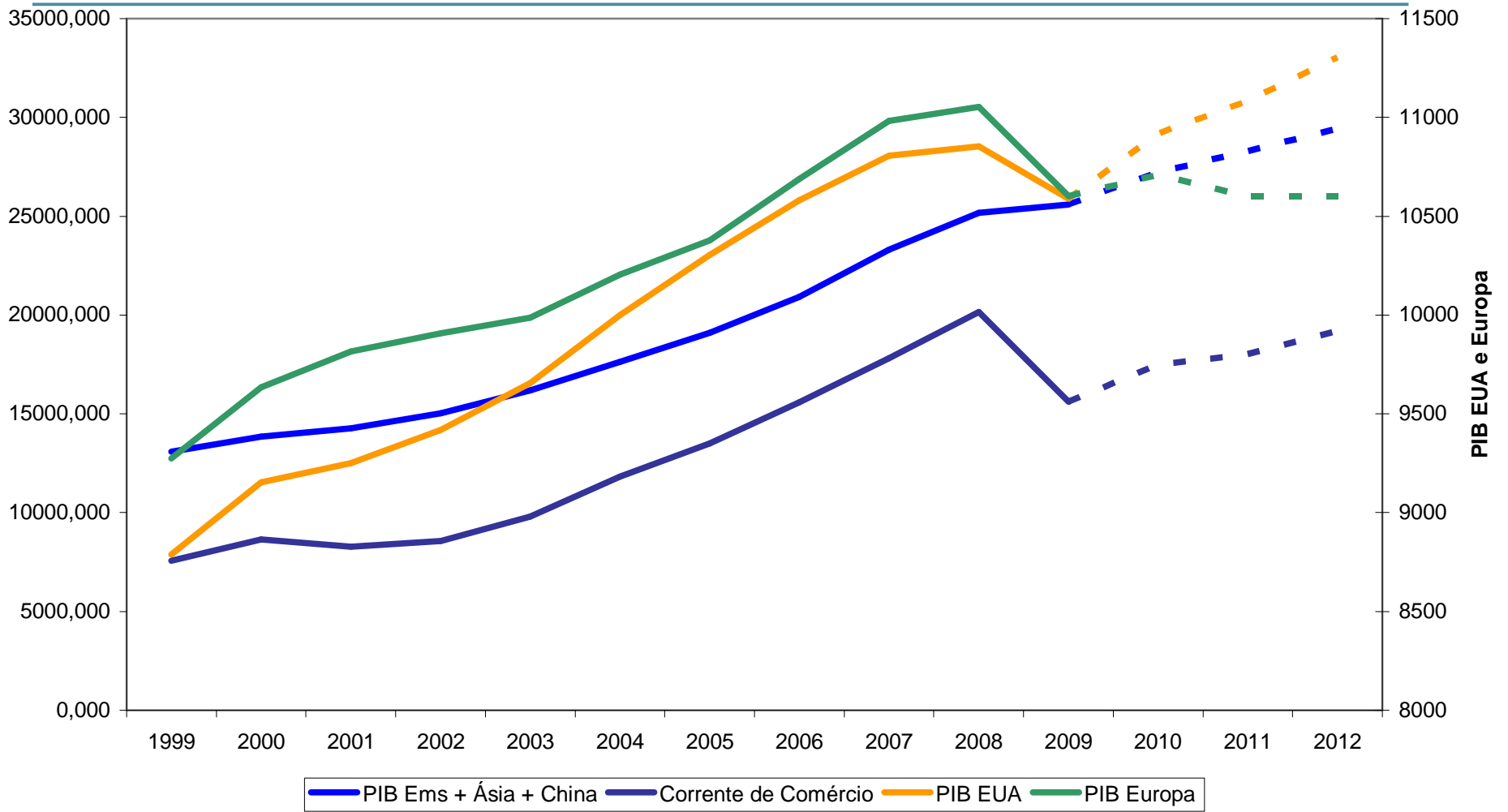


Implicações para o Crescimento Global e para o Brasil

- ❑ Recuperação mais rápida e intensa na segunda metade de 2009 gerou um período de excesso de euforia nos mercados e um julgamento errado dos bancos centrais quanto ao *timing* da saída das medidas excepcionais de estímulo.
- ❑ Balanços sobrecarregados são um efeito amortecedor de curto prazo e um teto à capacidade de crescer no médio/longo prazos.
- ❑ O resultado é que as projeções para o crescimento global dos organismos multilaterais (FMI, OECD), acima de 4% nos próximos anos deve ser revista.
- ❑ Um período prolongado (2-3 anos) de crescimento anêmico é o mais provável.

PIBs e Corrente de Comércio (Referência)

PIB Emergentes e Corrente de Comércio



Resultados do Modelo

		2010	2011	2012
Crédito Público à 20%	Crescimento do PIB	6,9%	1,5%	3,8%
	IPCA (em Dez)	4,9%	4,9%	4,6%
Crédito Público à 25%	Crescimento do PIB	6,9%	3,3%	5,9%
	IPCA (em Dez)	4,9%	5,6%	5,4%



Apêndice

Custo Fiscal das Crises Bancárias

Custo Fiscal de Crises Bancárias (em % do PIB)

Chile 1981	42,9
Indonésia 1997	56,8
Jamaica 1996	43,9
Coreia 1997	31,2
México 1994	19,3

Fonte: FMI