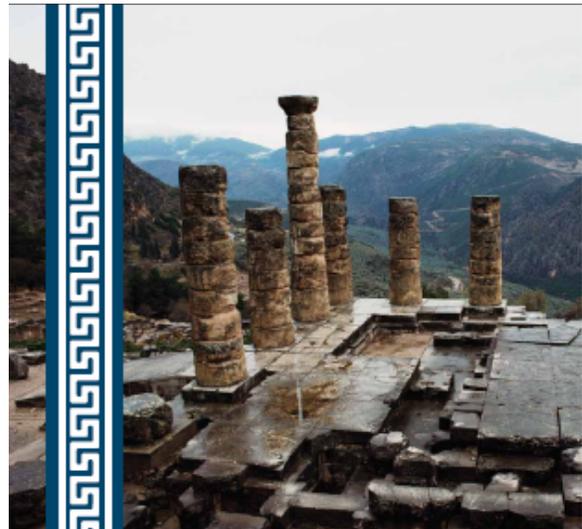


Desmistificando a Dívida Soberana da Grécia: Por que Isso Nos Interessa

A crise fiscal da Grécia levou a um ciclo de ameaças governamentais de austeridade e descontentamento civil. A crise também causa repercussões na área do euro e provavelmente na economia mundial. Como a dependência da Grécia de dívida soberana colocou o país numa situação tão difícil?

Até recentemente, muitos americanos quando pensavam na Grécia a viam, provavelmente, como um lindo destino para férias no Mediterrâneo, cheio de pratos saborosos, regados a azeite de oliva e queijo de cabra, e talvez visitas a relíquias da antiga civilização grega, tais como a Acrópole em Atenas. Essas imagens agradáveis podem estar agora seguindo o mesmo caminho do dracma, a antiga moeda da Grécia. A Grécia, um dos 16 membros da União Européia (UE) que adotaram o euro, tem estado no centro de um endividamento crescente e de uma crise financeira que ameaçam revirar a sociedade grega e a estabilidade do euro e, até mesmo, destruir a nascente recuperação da economia mundial. Os pensamentos que viriam à mente agora com relação à Grécia poderiam incluir agitação política e civil, socorro financeiro da UE e possível falência financeira.



Como a Grécia chegou a este ponto? Como uma crise em um pequeno país do sul da Europa se transformou em uma crise muito maior, atingindo todo o continente? E quais as melhores lições que podemos extrair desse drama grego sobre dívida pública, déficits orçamentários e possível inadimplência?

1º Ato: Endividamento público desenfreado

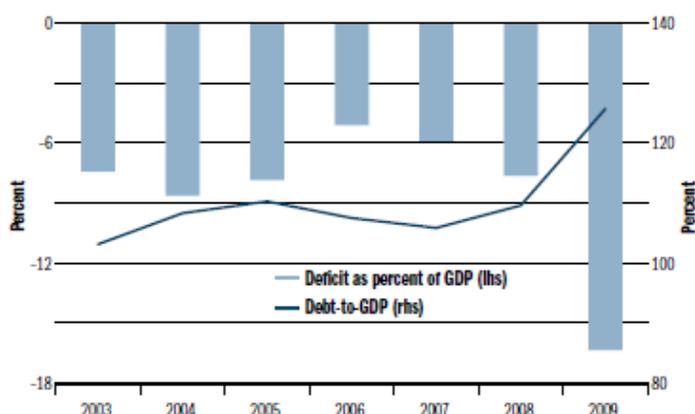
Para entender a crise da Grécia, temos de atualizar nosso entendimento sobre alguns fatos básicos de finanças públicas e contabilidade da balança de pagamentos. Em qualquer exercício fiscal, o governo tem receitas (recebimento de impostos, por exemplo) e despesas (verbas para defesa, pagamento de juros sobre dívidas, e assim por diante). Para muitos governos, esses dois lados da contabilidade não estão necessariamente equilibrados. Os governos podem acumular tanto superávits quanto déficits. Quando um governo acumula déficit, na maioria das vezes emite títulos de dívida ou reconhecimento por escrito para pagamento da dívida - denominados *dívida soberana* porque o governo, como

entidade soberana, é o seu garantidor. Os compradores desses títulos de dívida variam entre bancos centrais, fundos de pensão, bancos comerciais, empresas e entidades privadas ou países estrangeiros. Nessa última categoria de compra de dívida, também conhecida como *financiamento externo*, é que as contas da balança de pagamentos ou o registro das operações internacionais do país tem importância. O Japão, por exemplo, tem uma dívida elevada, mas uma parcela relativamente grande dessa dívida é financiada internamente. Por outro lado, uma parcela relativamente maior da dívida de Portugal é detida por entidades estrangeiras.

Para dar um exemplo ainda mais detalhado, vejamos o caso dos Estados Unidos. O Departamento do Tesouro dos EUA emite regularmente títulos de dívida - títulos do Tesouro com vencimentos variando entre quatro semanas e 30 anos - garantidas pela "confiança e crédito" do governo dos EUA. Foi por meio dessa capacidade de contrair empréstimos que os Estados Unidos acumularam um déficit orçamentário no exercício fiscal de 2009 equivalente a cerca de 10% do seu produto interno bruto (PIB) e uma dívida pública equivalente a 83% do PIB, de acordo com o *Office of Management and Budget* (OMB).

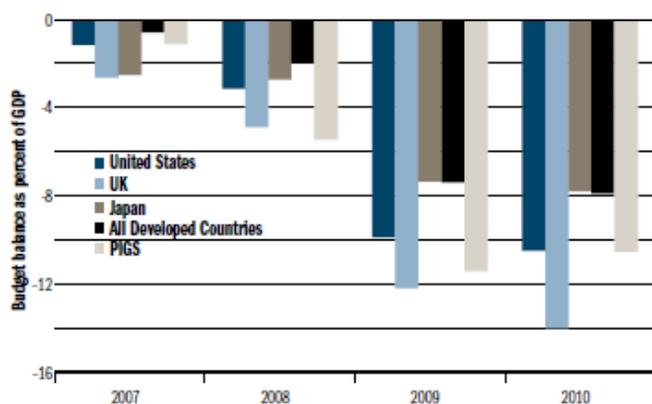
Independentemente de quão ruim a situação fiscal dos EUA possa parecer a alguns de seus cidadãos, a da Grécia é bem pior. Os últimos dados do Ministério da Fazenda da Grécia mostram que, em 2009, o país teve um déficit orçamentário de 16,35% do PIB e um índice de endividamento em relação ao PIB de 125%. Essa situação, é claro, não é novidade. Depois de aderir à União Monetária Européia (UME) da UE em 2001, a Grécia passou por quase uma década de crescimento real do PIB acima da média (um crescimento médio de quase 4% por ano entre 2001 e 2008). Junto com o crescimento, no entanto, a Grécia também acumulou grandes déficits (uma média de 7% do PIB entre 2003 e

Chart 1
Greece's Budget Deficit and Debt-to-GDP



Source: Greek Ministry of Finance, Haver Analytics

Chart 2
Budget Deficits of Developed Countries

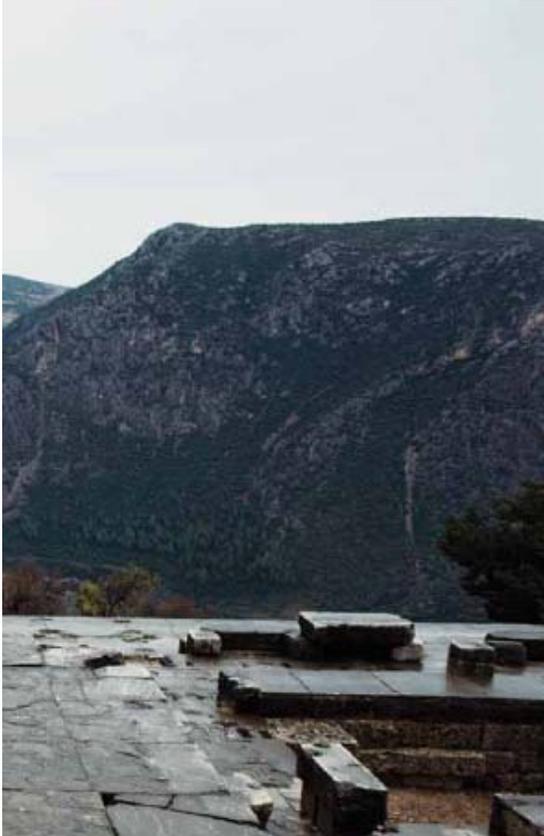


Notes: Developed countries are OECD countries. The PIGS countries in this chart include Portugal, Ireland, Greece, and Spain. Italy is not included because of distortion (low budget deficit, high debt/GDP). Results for the PIGS countries reflect the average of the countries.

Source: Economist Intelligence Unit

2008; vide o quadro 1).

Embora a situação fiscal da Grécia fosse pior do que a da maioria dos demais países do euro, não era a única a acumular grandes déficits ou a ter índices elevados de endividamento em relação ao PIB. A Itália, por exemplo, tem tido um índice de dívida em relação ao PIB acima de 100% desde 1992. Em 2009, esse índice atingiu o pico de 115%. Além disso, embora a Grécia possa ter o maior déficit orçamentário, a Irlanda, por exemplo, não fica muito atrás, com 15% do PIB em 2009. De acordo com a Unidade de Inteligência da *The Economist*, as previsões para déficits orçamentários no mundo desenvolvido estão mergulhadas no vermelho, mas particularmente ruins no Reino Unido (UK) e nos assim denominados PIIGS - a conhecida abreviatura de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha (vide o quadro 2).



2º Ato: Os mercados financeiros perdem a confiança na Grécia

Depois que George Papandreou se tornou o primeiro ministro da Grécia em outubro de 2009 e seu partido Movimento Socialista Pan - Helênico (PASOK) assumiu o poder, o Ministério da Fazenda da Grécia - equivalente ao Departamento do Tesouro dos EUA - revelou o que muitos já suspeitavam: a situação fiscal da Grécia era bem pior do que aquela apresentada. O anterior governo conservador havia manipulado as estatísticas orçamentárias para produzir uma imagem menos sombria. Depois dessa revelação, os investidores em títulos de dívida da Grécia sentiram-se cada vez mais desconfortáveis, e os rendimentos dos títulos da dívida soberana da Grécia (que se movimentam de forma inversa aos preços) subiram rapidamente. Simultaneamente, as agências de classificação de risco tais como a *Moody's* e a *Standard & Poor's* começaram a colocar a dívida grega em "avaliação negativa", um sinal de ameaça da proximidade de rebaixamento da classificação de risco.

O mercado de títulos de dívida é um reflexo da relutância dos investidores em financiar a dívida européia. Para os títulos de dívida soberana da área do euro, os títulos da dívida alemã com vencimento em 10 anos servem como medida de performance, então o *spread* dos títulos da Grécia em relação à Alemanha é um indicador útil de como os mercados financeiros veem o risco da dívida da Grécia. A partir de novembro de 2009, o *spread* dos títulos com vencimento em 10 anos da Grécia em relação aos da Alemanha começou a aumentar quando a Grécia ultrapassou a Irlanda como o país da área do euro mais tenso na área fiscal (vide o quadro 3). Essa tendência continuou ao longo do primeiro trimestre de 2010 e foi só depois de abril que os *spreads* de outras áreas do euro começaram a aumentar significativamente, seguindo um aumento meteórico do *spread* da Grécia.

Outro medidor útil da confiança do mercado é o mercado de *credit default swaps* (CDS), que são títulos derivativos usados para proteger os detentores de títulos de dívida no caso de um "evento de

crédito" como a inadimplência ou reestruturação da dívida. Pode-se ver um CDS de título de dívida soberana da Grécia como um contrato de seguro, ou proteção contra a possibilidade de não ser pago com relação a um investimento. Nesse mercado, o spread do CDS relativo a um determinado título de dívida reflete a visão dos investidores sobre a credibilidade do país subjacente. Assim como os spreads dos títulos de dívida, os spreads dos CDS mostram o preço crescente que um investidor paga para comprar proteção contra a inadimplência da Grécia (vide quadro 4).

Depois de um rebaixamento pela *Fitch* em 8 de dezembro de 2009, o Primeiro Ministro Papandreou revelou um plano de cortar em 4 pontos percentuais o orçamento deficitário de 16,35%. (Note que ainda em outubro de 2009, o governo esperava que o déficit orçamentário desse mesmo ano fosse de 6% do PIB). Em vista do aumento dos custos dos juros e para convencer o mercado financeiro de sua credibilidade, Papandreou anunciou a primeira de várias medidas austeras, incluindo cortes orçamentários, aumento de impostos e outras mudanças fiscais (tais como a caça à evasão fiscal) destinadas a reduzir o déficit orçamentário imediato e a diminuir a relação entre a dívida interna e o PIB no futuro. No entanto, como indica o aumento dos spreads dos títulos de dívida, muitos detentores de título de dívida da Grécia duvidavam que tais reformas pudessem ser realizadas com sucesso. Além disso, confirmando a dificuldade de implementar essas reformas, manifestantes contrários aos cortes começaram imediatamente a protestar nas ruas de Atenas.

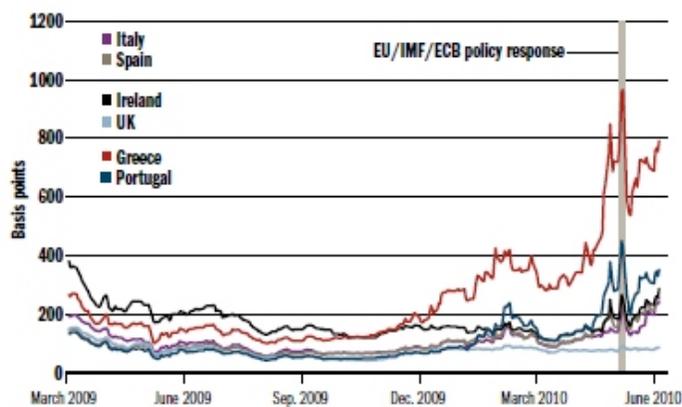
O drama político e financeiro da Grécia desde então vem oscilando entre protestos cada vez maiores e planos renovados, arrojados e austeros, tudo isso paralelamente à constante perda de confiança por parte do mercado, demonstrada no aumento dos spreads da dívida e dos CDS. De alguma forma, a Grécia tornou-se presa de um ciclo vicioso de perda de confiança de mercado. À medida que os custos dos juros do país subiram, foram propostas reformas orçamentárias para recuperar o acesso ao financiamento de mercado, embora essas reformas tendessem a refrear o crescimento a curto prazo (se pudessem ser de algum modo implementadas, apesar das manifestações públicas). Essas preocupações geraram um pessimismo ainda

Chart 3
European Bond Spreads: 10-Year Bond Spread to German Bonds



Note: Data are through June 2010.
Source: Bloomberg

Chart 4
5-Year European CDS Spreads



Note: Data are through June 2010.
Source: Bloomberg

maior de que a Grécia não conseguiria sair de seu endividamento, provocando, assim, uma liquidação dos títulos de dívida da Grécia e taxas de juros ainda mais altas. Além disso, sendo a Grécia membro da EMU, não poderia desvalorizar sua taxa de câmbio e assim ganhar competitividade nas exportações. O fato de estar atrelada a uma única moeda, o que primeiro fora uma benção, com um crescimento do PIB acima da média, tornou-se, de repente, uma restrição para a Grécia - uma ferramenta a menos para ajudá-la a livrar-se de sua dívida.

3º Ato: A crise se espalha pela Europa

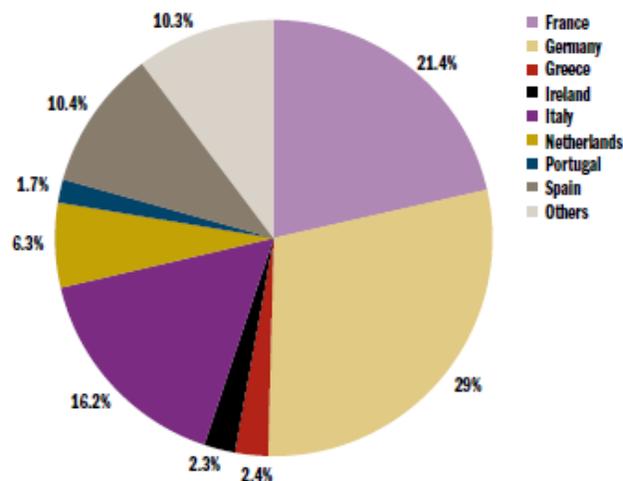
A Grécia perdeu muito do seu acesso ao mercado financeiro. Para complicar a situação, temos o fato de que os resgates dos títulos de dívida estão iminentes. A falta de um planejamento sólido para consolidar suas finanças provocou medo de uma inadimplência ou reestruturação. O que isso significa para o resto do mundo? Sem dúvida a Grécia representa uma pequena parcela de 2,4% do PIB total dos 16 países membros da área do euro (vide quadro 5) e uma parcela ainda menor da economia mundial, então, parece improvável que sua crise financeira afete a economia mundial.

Ainda assim, há analistas preocupados com o fato de que a crise da Grécia pode contagiar o restante da Europa, e talvez ir ainda além, por vários motivos. Os

sistemas bancários de outros países são os grandes detentores dos títulos da dívida soberana da Grécia e estão vulneráveis a eventos de crédito, como por exemplo, se a Grécia reestruturasse os pagamentos de seus títulos levando a uma inadimplência parcial. Os choques de liquidez no sistema bancário global poderiam ser significativos se uma grande instituição financeira europeia viesse a falir, como aconteceu quando a *Lehman Brothers* quebrou nos Estados Unidos e afetou os mercados globais. De acordo com dados do *Bank of International Settlements*, os maiores detentores de títulos públicos gregos, além da Grécia e do Banco Central Europeu (BCE), são bancos franceses e alemães.

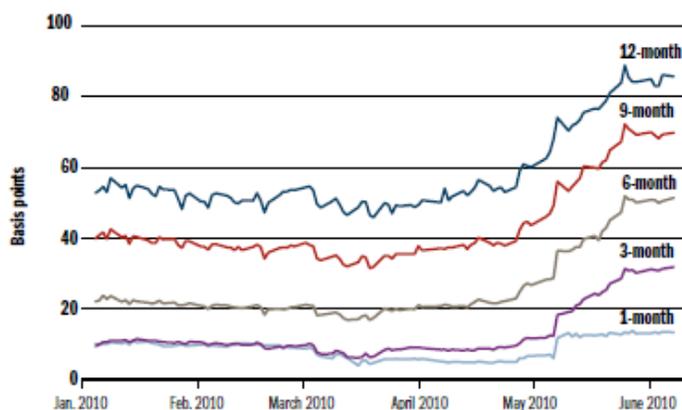
Esse tipo de contágio também tem potencial para se espalhar para fora da Europa. Além das quedas nos mercados de ações em todo o mundo (mas especialmente na Europa), os mercados financeiros já

Chart 5
Euro-area GDP



Source: Statistical Office of the European Communities

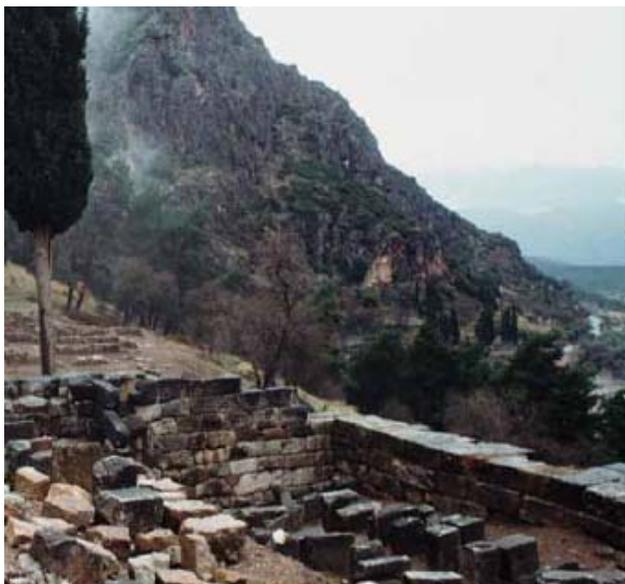
Chart 6
Dollar LIBOR-OIS Spread



Note: Data are through June 2010.
Source: British Bankers' Association, Bloomberg

viram outros sinais preocupantes de tensão. Um desses indicadores são as taxas cobradas no mercado de empréstimos interbancários. A melhor representante disso é a taxa LIBOR (*the London Interbank Offered Rate*), fixada diariamente por meio de um grupo de 16 grandes bancos comerciais baseados em todo o mundo. O spread entre a taxa LIBOR e a taxa *Overnight Index Swaps* (OIS) - que segue o caminho esperado da política monetária - reflete o tanto de risco de crédito que os bancos suspeitam haver nos outros bancos.

O quadro 6 mostra como esse spread, dentre diferentes vencimentos, moveu-se para cima nas últimas semanas do segundo trimestre. O *spread* de três meses, por exemplo, triplicou de 10 pontos base (bps) em 27 de abril para 31 bps em 27 de maio. A diferença no spread pago pelos três bancos dos EUA que fazem parte do grupo e pelos 13 bancos não americanos também aumentou, refletindo uma maior



percepção de risco de crédito nos bancos europeus. Como o spread LIBOR-OIS é frequentemente usado como referência para outras taxas de juros, os aumentos no spread LIBOR-OIS trazem consequências para os consumidores e empresas em todo o mundo - criando um canal por meio do qual o medo de uma possível inadimplência na Europa possa acrescentar estresse às operações de crédito bancário e levar a um aumento nas taxas de juros em todo o mundo. Apesar disso, o spread LIBOR-OIS está bem abaixo do pico que atingiu durante a recente crise financeira.

Além das perturbações no mercado financeiro que acompanhariam um evento de crédito com relação à dívida grega, a situação tem outra capacidade de contágio. Todos os países do PIIGS têm dificuldades fiscais de níveis variados, sendo o da Grécia o caso mais severo. Se os investidores se tornarem cada vez mais relutantes em deter títulos de dívida desses outros países, temendo que, assim como a Grécia, serão incapazes de implementar as reformas necessárias para reduzir sua dívida ou incentivar o crescimento econômico, terá havido o contágio. De fato, os spreads dos títulos de dívida e dos CDS começaram a aumentar na primavera para os países que não a Grécia, indicando que os investidores estavam começando a pensar melhor sobre a dívida de vários governos europeus. Durante os últimos meses, em sincronia com a Grécia, as agências de classificação de risco rebaixaram as dívidas da Espanha e de Portugal, exacerbando ainda mais o estresse nos mercados de financiamento de dívidas soberanas.

É com essas preocupações em mente que os investidores têm demandado cada vez mais, durante os últimos meses, uma resposta pan-européia mais coordenada dos governos para a dívida pública e a crise fiscal.

4o Ato: Os resgates

Com a Grécia efetivamente afastada do mercado de títulos de dívida para financiamento e com pagamentos devidos em maio de 2010, alguma coisa teria de ser feita além das medidas de

austeridade propostas pelo governo grego. Em 23 de abril de 2010, o Primeiro Ministro Papandreou solicitou oficialmente US\$56 bilhões da UE e do Fundo Monetário Internacional (FMI), mas depois de rebaixamentos ainda maiores pelas agências de classificação de risco e mercados financeiros nervosos, ficou claro que esse número não foi suficiente.

Os governos europeus, inclusive o da Alemanha, ficaram inicialmente relutantes em agir. Mas, depois de negociações urgentes com líderes alemães concluídas em 2 de maio deste ano, a Comissão Européia, juntamente com o FMI, acordaram um pacote de ajuda de US\$140 bilhões para a Grécia. A resposta inicial foi um acentuado aperto nos spreads e uma agitação nas bolsas européias. No entanto, esse otimismo abriu caminho para uma crescente dúvida sobre se o socorro financeiro não teria sido nada mais que um conserto temporário. De fato, a Grécia está agora protegida de ter de emitir títulos de dívida pelos próximos três anos. Alguns analistas sugerem que isso é um desestímulo para o governo grego colocar efetivamente suas finanças em ordem.

De fato, depois da euforia inicial do pacote de US\$140 bilhões para a Grécia, os mercados europeus começaram a cair. Alguns investidores temiam que esse contágio abrangente estivesse a caminho. Depois de um final de semana totalmente dedicado às negociações, a Comissão Européia anunciou, no início do dia 10 de maio, que tinha conseguido montar um pacote de resgate de cerca de US\$957 bilhões para os governos europeus em perigo. Desse valor, US\$76 bilhões seriam disponibilizados por meio de um fundo da UE originalmente usado para proporcionar estabilidade aos países que sofriam com problemas na balança de pagamentos durante a crise financeira. No entanto, o maior compromisso era de US\$560 bilhões de um "veículo de finalidade específica" operado pela área do euro. Embora os detalhes operacionais ainda não estejam claros, esse veículo é, basicamente, uma forma de captar recursos coletivamente para financiar os países da área do euro que estejam, de outra forma, impedidos de recorrer aos mercados. Além disso, o FMI forneceria um apoio de até US\$321 bilhões por meio de seus mecanismos usuais - embora o FMI nunca tenha iniciado um pacote de resgate dessa escala. Ainda, o BCE anunciou que começaria a comprar títulos da dívida pública e privada por meio de um "programa de mercado de valores mobiliários" para estabilizar os mercados financeiros. De fato, uma semana depois o BCE comprou US\$21 bilhões de dívida soberana européia. A resposta dos mercados a esse pacote de resgates foi vigorosa. Além disso, o Federal Reserve dos EUA reabriu suas linhas de *swap* de crédito com o BCE e outros bancos centrais no dia 10 de maio (vide barra lateral).

Depois da segunda resposta, mais abrangente, que incluía ajuda para toda a área do euro, os investidores deixaram suas esperanças aumentarem - e os mercados se agitaram em decorrência disso - o que só serviu para reduzir suas expectativas em virtude da falta de detalhes claros sobre a implementação desses programas. O sucesso ou fracasso dos países da área do euro em estabilizar suas economias dependerá de eles conseguirem ou não implementar as reformas necessárias para conter seus déficits orçamentários, diminuir os índices de endividamento e recuperar a competitividade em termos de custos trabalhistas. No entanto, a taxa de câmbio euro/dólar até agora vem caindo com constância no segundo trimestre e muitos analistas prevêem uma maior depreciação.

Lições sobre dívida soberana

A lição para a área do euro é sobre a difícil natureza de ter uma política monetária comum com políticas fiscais díspares, de acordo com muitos economistas, inclusive Barry Eichengreen, economista da Universidade da Califórnia, Berkeley, que escreveu muito sobre o tema. Sem monitoramento fiscal

adequado dentro da área do euro para fazer a união monetária funcionar, países como a Grécia, com políticas que tanto elevam a dívida pública, quanto permitem a perda de competitividade, tem potencial para encontrar problemas. Uma lição ainda maior a ser extraída da crise fiscal da Grécia aplica-se a qualquer país que tenda a gastar demais- ou seja, a ameaça de uma crise de confiança, ou a má vontade dos investidores em confiar que um país coloque suas finanças em ordem.

O tempo dirá como a Grécia e seus parceiros europeus irão recuperar a estabilidade e a confiança dos investidores. Para outros países, a crise fiscal da Grécia tem sido um importante lembrete de quão precárias estão as finanças públicas neste mundo pós recessão.

Este artigo foi escrito por Andrew Flowers, analista econômico do FED de Atlanta.

Barra Lateral

O Retorno das Linhas de *Swap* para Bancos Centrais

Em 10 de maio de 2010, o Federal Reserve dos EUA reabriu os acordos cambiais recíprocos temporários conhecidos como linhas de *swap* com o Banco Central Europeu (BCE) e os bancos centrais da Inglaterra, Japão, Canadá e Suíça. Com a renovação das preocupações quanto ao contágio da crise da dívida pública da Grécia, o FED restabeleceu as linhas de swap estabelecidas durante a crise financeira de 2007-08.

As linhas de swap permitem que o FED envie dólares aos bancos centrais em troca do valor equivalente na moeda desses países. A meta é fornecer liquidez às instituições financeiras em todo o mundo. Nos termos do acordo, o BEC, por exemplo, solicita dólares do FED e, em troca, envia ao FED o mesmo valor em euros - por isso o termo *swap*. Os bancos centrais estrangeiros vendem os dólares em leilão pelas maiores ofertas, normalmente de instituições financeiras que precisam de dólares para cumprir suas obrigações de curto prazo. A maior oferta é a que paga mais juros sobre o empréstimo de dólares depois de um prazo determinado, geralmente cerca de 84 dias.

A noção subjacente das linhas de swap é que os bancos e as empresas em todo o mundo fazem negócios em dólares além de fazê-lo em suas moedas locais, por isso os bancos estrangeiros precisam de dinheiro em ambas as moedas. Se a escassez de dólares na Europa e em outros mercados piorasse, os problemas poderiam atingir os Estados Unidos.

Quando o acordo vencer em janeiro de 2011, o FED e os bancos centrais farão uma nova troca - o FED devolverá os euros e outras moedas e o BEC e demais bancos centrais devolverão os dólares.

Essas operações não expõem o FED ao risco de câmbio, pois o câmbio é realizado pela mesma taxa no início e no final.