



**Ajustamento económico de uma pequena economia aberta após a
Crise do *Subprime* - câmbios fixos ou flexíveis?**

Daniela Sofia Andrade da Silva

Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Supervisor: Pedro Cosme da Costa Vieira

2016

Nota Biográfica

Daniela Sofia Andrade da Silva nasceu a 23 de Maio de 1987 em Guimarães.

Em 2006 ingressou na Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP), concluindo a sua licenciatura em Economia em 2011.

Em Outubro, desse mesmo ano, começou um estágio de 9 meses num balcão do Santander Totta.

Em Setembro de 2012 voltou à FEP para frequentar o Mestrado em Economia e Administração de Empresas. A presente dissertação é o trabalho final para a obtenção do grau de mestre.

Em Outubro 2014, começou um novo estágio de 9 meses num Centro de Investimento do BPI.

Agradecimentos

Ao meu orientador, Professor Doutor Pedro Cosme, pela disponibilidade, ajuda, interesse e motivação que me prestou, sempre.

À minha família pela ajuda e apoio financeiro que sempre me disponibilizou. Em especial à minha irmã, Alexandra Silva, por estar sempre ao meu lado e acreditar que sou capaz.

Às minhas companheiras e amigas de mestrado, Ângela Cardoso, Sónia Sousa e Daiana Braimis por toda a ajuda, disponibilidade, palavras de conforto, carinho e amizade. Foram extremamente importantes durante esta fase.

À Sónia Cunha, à Daniela Martins Aguiar e ao Carlos Loureiro, pelo incentivo, apoio e pela força.

A todos aqueles que em algum momento, com as suas palavras, me encheram o coração e me deram motivação e coragem para continuar.

À FEP, aos colegas, professores e funcionários pela oportunidade de abrir horizontes, de crescer quer como pessoa, quer intelectualmente. Aos bons momentos que passei nesta casa.

Um muito obrigada!

Resumo

Em 2007, surgiu uma crise financeira nos EUA, intitulada de Crise do *Subprime*, pois teve origem, principalmente, no aumento da oferta de empréstimos no segmento de maior risco, *subprime*, sem um correspondente aumento nos spreads desses empréstimos. Em 2008 a falta de liquidez no mercado despoletou uma crise financeira global e rapidamente empresas, indústrias, sistemas bancários e Estados Soberanos entraram em colapso. A Islândia foi o primeiro país a ser afetado pela crise dos EUA e a solicitar ajuda ao FMI. Em outubro de 2008 o seu sistema financeiro colapsou, era demasiado grande para que o Estado pudesse intervir e salvá-lo. A Islândia, uma economia pequena, aberta, com moeda própria e muito dependente do exterior, foi a primeira vítima soberana desta crise. Outro país, também, severamente afetado pela crise de liquidez global foi a Irlanda. A Irlanda, uma economia pequena, aberta, com uma moeda comum a mais 18 Estados Membros, o euro e muito dependente do exterior foi o primeiro país da Zona Euro a entrar em recessão. Juntamente com a crise bancária, teve associado, também, o colapso do setor da construção e o “rebentamento” da bolha imobiliária. Em resposta à crise financeira de 2008 é difícil encontrar dois países cujas políticas adotadas tenham sido tão divergentes e portanto, tenham dividido tanto as opiniões. Qual delas se saiu melhor no processo de ajustamento depois de um violento choque assimétrico: a Islândia com câmbios flexíveis, ou a Irlanda com câmbios fixos? Qual dos dois países teve o ajustamento mais rápido? Em qual deles as perdas/ganhos foram maiores?

Tendo em conta os dados do Banco Mundial e da OCDE, não existe diferença significativa no processo de ajustamento destes dois países com exceção da inflação que, em câmbios flexíveis, aumenta e, em câmbios fixos, passa por um período de deflação.

Abstract

In 2007, a financial crisis entitled Subprime Crisis, emerged in the USA. Mainly due to the increasing supply of loans in subprime segment, a high risk one, without a corresponding increase in the spreads on these loans. In 2008, the lack of liquidity in the market triggered a global financial crisis and quickly companies, industries, banking and sovereign states collapsed. Iceland, a small, open economy, with its own and highly dependent on foreign currency, was the first country to be affected by the US crisis, the first to seek help from the IMF and the first sovereign victim of this crisis. In October 2008 its financial system collapsed, it was too big so that the state could intervene and save him. Another country also severely affected by the global liquidity crisis was Ireland. It's a small, open economy with a common currency shared by 18 States Member, the Euro, therefore very dependent on the outsider. Ireland was the first country in the Euro Zone into recession. The banking crisis was also associated to the collapse of the construction sector and the "bursting" of the housing bubble. In response to the 2008 financial crisis it is difficult to find two countries whose policies adopted have been so different and therefore have divided opinions. Which one was better in the adjustment process after a violent asymmetric shock: Iceland with flexible exchange rates or Ireland with fixed exchange rates? Which of the two countries had the fastest adjustment? In which one losses / gains were higher?

Taking into account the data of the World Bank and the OECD, there is no significant difference in the adjustment process of these two countries with the exception of inflation, on flexible exchange rates it increases and fixed exchange rates goes through a period of deflation.

Índice de Conteúdo

1	INTRODUÇÃO	1
2	REVISÃO DE LITERATURA	5
2.1	CICLOS ECONÓMICOS	5
2.2	REGIMES CAMBIAIS.....	10
2.3	BALANÇA DE PAGAMENTOS	14
2.3.1	AJUSTAMENTOS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS (BALANÇA CORRENTE)	15
2.4	A POLÍTICA MONETÁRIA E ORÇAMENTAL NUMA ECONOMIA ABERTA COM PERFEITA MOBILIDADE DE CAPITAIS	16
2.5	CRISES FINANCEIRAS	22
2.5.1	CRISE DO <i>SUBPRIME</i>	27
3	ESTUDO EMPÍRICO: A ISLÂNDIA	35
3.1	CARACTERIZAÇÃO GERAL	35
3.2	ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO ATÉ 2008	36
3.3	A CRISE DE 2008 E O PÓS CRISE	38
4	ESTUDO EMPÍRICO: A IRLANDA	41
4.1	CARACTERIZAÇÃO GERAL	41
4.2	ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO ATÉ 2008	42
4.3	A CRISE DE 2008 E O PÓS CRISE.....	44
5	ISLÂNDIA <i>VERSUS</i> IRLANDA	47
6	CONCLUSÃO	56

Índice de Figuras

Figura 1: Efeito de uma Política Monetária Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios fixos	18
Figura 2: Efeito de uma Política Orçamental Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios fixos	19
Figura 3: Efeito de uma Política Monetária Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios flexíveis	21
Figura 4: Efeito de uma Política Orçamental Expansionista numa economia aberta, com perfeita mobilidade de capitais e câmbios flexíveis	22

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Taxa de Crescimento do GDP (<i>constant LCU</i>)	48
Gráfico 2: GDP (<i>constante LCU</i>) (2007=100).....	49
Gráfico 3: <i>Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate)</i>	50
Gráfico 4: <i>Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate)</i> (2007=100)	50
Gráfico 5: <i>Current account balance (% of GDP)</i>	51
Gráfico 6: <i>Inflation, consumer prices (annual %)</i>	52
Gráfico 7: <i>Inflation, consumer prices (annual %)</i> (2007=100)	52
Gráfico 8: <i>Long-term interest rates (annual %)</i>	53
Gráfico 9: <i>Long-term interest rates (annual %)</i> (2007=100)	53
Gráfico 10: <i>Real effective exchange rate index</i> (2007 = 100)	54

1 Introdução

Nos 14 anos entre 1993 e 2007, a economia mundial vivenciou um crescimento económico relativamente elevado, 3,4% ao ano, e um baixo nível de inflação, 5,4% ao ano. Estes anos fazem parte de um período de crescimento económico com baixa taxa de inflação entre 1985 e 2007 apelidado como "A Grande Moderação", que pode ser explicado pelos efeitos positivos da globalização, do progresso tecnológico, dos aumentos de produtividade, e da forte credibilidade da maioria dos bancos centrais em todo o mundo quanto ao seu comprometimento com as metas de inflação (Regling & Watson, 2010). A globalização resulta de a maioria dos países terem tornado as suas economias mais abertas ao comércio internacional (neste período o grau de abertura à escala global aumentou em 48 pontos percentuais, passou de 19,3 em 1993 para 28,6 em 2007, em % do PIB (dados The World Bank, 2016)), o que permitiu que as diversas regiões do mundo explorassem as suas vantagens comparativas. Esse ambiente macroeconómico benigno levou, ao nível das decisões de crédito, particularmente por parte das instituições americanas, ao assumir de riscos elevados (crédito a clientes *subprime*) sem ser esse risco repercutido nas taxas de juro contratualizadas com esses clientes marginais.

Mas, como é normal ao longo do ciclo económico, em meados de 2008 esta prosperidade inverteu-se, período que ficou conhecido como a Crise do *Subprime*. Desde então, e até ao final de 2009, o produto mundial contraiu, passando de uma taxa de crescimento de 3,9% em 2007 para uma contração de - 2,1% em 2009. Esta contração foi bastante mais acentuada nos países desenvolvidos com uma taxa de crescimento de 2,9% em 2007 que passou para uma taxa de - 3,5% em 2009, enquanto que os países subdesenvolvidos apenas reduziram a taxa de crescimento de 6,6% em 2007 para 5,2% em 2009. A contração da economia mundial foi acompanhada pelo aumento na taxa de desemprego, registando-se em 2007 uma taxa de 5,4% que aumentou para 6,2% em 2009. Este aumento foi mais evidente nos países de rendimento elevado, nos quais a taxa de desemprego passou de 5,8% em 2007 para 8,1% em 2009. Por outro lado, nos países de baixo rendimento esse aumento foi apenas de duas décimas, passou de 5,0% para 5,2%. Relativamente ao comércio internacional, no período de 2002 a 2008, registou-se uma taxa de crescimento média de cerca de 4% para a economia mundial e para as economias de rendimento elevado. Contudo, entre 2008 e 2009 quebra-se esta tendência e ambas

registam uma forte contração que ronda os - 14%. Quanto aos países de baixo rendimento registaram um crescimento de 3% entre 2002 e 2008 e uma quebra de 11%, de 2008 para 2009 (dados The World Bank, 2016)

Em termos estilizados, a Crise do *Subprime* começou quando o reconhecimento de imparidades do balanço levou ao colapso de grandes instituições financeiras norte-americanas, em setembro e outubro de 2008, como Lehman Brothers (15 de Setembro), Merrill Lynch (adquirida pelo Bank of America a 14 de setembro), American International Group (AIG) (recebeu ajuda do Fed a 16 de setembro), Washington Mutual (26 de setembro) e Wachovia (adquirida pela Wells Fargo a 3 de outubro) (Nanto, 2009). Posteriormente, as perdas nos balanços das instituições financeiras propagaram-se um pouco por todo o mundo através das posições de capital cruzadas e crédito sem garantias o que desencadeou a necessidade de intervenções dos governos centrais na tentativa de estancar os efeitos económicos da falência das instituições bancárias, optando pela diluição de parte significativa das perdas por todos os contribuintes.

Apesar da Crise do *Subprime* se ter despoletado em 2007/2008 nos EUA, as causas são anteriores, principalmente o aumento na oferta de empréstimos imobiliários no segmento de maior risco (*subprime*) sem um correspondente aumento nos *spreads* desses empréstimos (Kregel, 2008). Considerando-se a globalização da economia mundial, rapidamente a Crise do *Subprime* se propagou à Europa onde, no ano de 2010, desencadeou uma crise associada, a crise das dívidas soberanas europeias, de que a Islândia, Portugal, Irlanda, Itália, Espanha e Grécia foram as principais vítimas.

A Islândia, uma economia pequena desenvolvida (em 2007 representava 0,038% da economia mundial), com moeda própria, aberta, com um forte sistema financeiro muito exposto à economia norte americana, foi a primeira vítima soberana da Crise do *Subprime*. Assim, por um lado, aproveitou do período de expansão da economia global entre 1993 e 2007 mas, por outro lado, foi vítima da contração da economia mundial de 2008/2009 por causa do seu enorme sistema financeiro e dos seus bancos conterem nos seus balanços muitos ativos de bancos norte-americanos.

A Irlanda, também uma pequena economia (em 2007 representava 0,46% da economia mundial), com o euro como moeda (a Irlanda representava, em 2007, 2,08% da economia

da Zona Euro), aberta, detinha muitos ativos norte-americanos e era muito dependente dos financiamentos externos pelo que, também, não resistiu à falta de liquidez externa provocada pela crise americana. Beneficiou, também, da expansão da economia global entre 1993 e 2007 e foi outra vítima da contração da economia mundial de 2008/2009, do seu mercado imobiliário, da indústria de construção e da elevada alavancagem dos seus bancos.

Em termos comparativos, a Islândia e a Irlanda são economias semelhantes no que respeita às causas que despoletam as suas crises soberanas com a diferença de a Islândia ter moeda própria (que poderia desvalorizar os preços e salários face ao exterior usando a desvalorização cambial nominal) enquanto que a Irlanda, com o euro, se viu obrigada a uma desvalorização real via descida nominal do nível geral de preços e dos salários.

No nosso trabalho pretendemos contribuir para a discussão sobre qual será a melhor opção para uma pequena economia aberta, se câmbios fixos ou flexíveis, no processo de ajustamento a um choque assimétrico violento. Em termos particulares vamos estudar se o ajustamento da Islândia, por ter moeda própria, foi mais fácil que o da Irlanda comparando como evoluíram nestes dois países a taxa de desemprego, a inflação no consumidor, o PIB real, a taxa de juro de longo prazo a taxa de câmbio real e a balança corrente.

Em termos de conclusões, apesar de, no curto prazo, a Islândia, com desvalorização nominal, ter conseguido corrigir o desequilíbrio mais rapidamente e com uma taxa de desemprego máxima, menor, não se pode dizer que a Irlanda, dentro da Zona Euro, apesar de mais lentamente e com uma taxa de desemprego maior, não o tenha também conseguido.

Em termos de organização do texto, primeiro procedemos a uma revisão de literatura sobre as variáveis macroeconómicas que medem o equilíbrio com o exterior em termos de bens e serviços e transferências (balança de pagamentos) e os ajustamentos em caso de desequilíbrio tanto em câmbios fixos como em câmbios flexíveis. Ainda aqui analisamos a origem da crise financeira do *subprime* de 2007/2008, como esta se propagou e rapidamente se tornou global. De seguida, apresentamos uma análise empírica com ênfase na Islândia e na Irlanda. Fazemos uma breve apresentação dos países, um

enquadramento macroeconómico com o histórico da evolução das principais variáveis macroeconómicas até 2008, a chegada da crise nomeadamente o que aconteceu e finalizando com os ajustamentos procedidos e as intervenções efetuadas para fazer face a essa situação. Apresentamos, também, uma comparação entre os dois países com os principais indicadores macroeconómicos e por fim as principais conclusões do trabalho.

2 Revisão de Literatura

2.1 Ciclos Económicos

A maioria dos economistas e estudiosos dos ciclos económicos define que estamos perante uma recessão quando há um declínio no PIB (Produto Interno Bruto) real durante dois trimestres consecutivos (Knoop, 2015). Em vez disso, para o NBER (*National Bureau of Economic Research*) o conceito de recessão é mais abrangente, considerando a recessão como um declínio significativo na atividade económica disseminado por toda a economia, durante alguns meses a mais de um ano, normalmente visível no PIB real, rendimento real, emprego, produção industrial e vendas no mercado grossista e retalhista. Uma recessão é um período que dura entre um pico e um vale, e uma expansão é um período que dura entre um vale e um pico (NBER, 2016). O conjunto de uma recessão com a consequente expansão designa-se de ciclo económico.

Sendo que as recessões são recorrentes no tempo (com um período entre 2 a 8 anos), ao longo dos últimos 250 anos diferentes modelos foram desenvolvidos para explicar a natureza e as causas das recessões. As teorias iniciais eram muito simplistas, concentravam-se numa única explicação para justificar a origem dos ciclos económicos e incidiam sobre aspetos microeconómicos não conseguindo explicar como os mercados reagiam ao nível agregado (por exemplo, problemas climatéricos levarem à diminuição agrícola). Contudo, foram úteis ao identificarem determinados fatores como impulsionadores de expansões e recessões. O modelo clássico é o mais importante destas teorias iniciais. Os pilares do modelo clássico foram introduzidos no livro de Adam Smith, *The Wealth of Nations* em 1776. Posteriormente foram aprimorados por outros autores, nomeadamente, David Ricardo, Jean-Baptiste Say e John Stuart Mill. Os modelos clássicos defendem que todas as mudanças ocorridas na produção eram permanentes e eram causadas por mudanças na oferta agregada. A oferta agregada sendo impulsionada pela política orçamental e pela regulamentação adotadas pelo governo, no caso de ser errada, levariam a um período de contração económica. Defendem a política do *laissez-faire* para o governo e acreditam que os mercados são eficientes e competitivos por si só, *i.e.*, promovem uma afetação eficiente dos recursos escassos disponíveis (Knoop, 2015).

A Grande Depressão, período de forte recessão que se iniciou em 1929, focou a atenção dos economistas para os custos das flutuações do produto e para as insuficiências das teorias e políticas económicas existentes à data. Isto gerou uma mudança no estudo da macroeconomia em geral e dos ciclos económicos em particular (Knoop, 2015).

As teorias modernas dos ciclos económicos usaram os modelos clássicos como ponto de partida. Identificaram muitos dos pontos críticos dos ciclos económicos, tais como: mudanças tecnológicas; expectativas; volatilidade do investimento; multiplicadores da despesa; oferta de moeda; políticas públicas; os incentivos para trabalhar e investir; e o nível de concorrência no mercado (Knoop, 2015).

John Maynard Keynes com o seu trabalho em economia através do seu livro de 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, tentou expor a sua teoria completa sobre macroeconomia e as causas de recessões e depressões. O modelo de Keynes foi o primeiro modelo a fazer a distinção entre macroeconomia e microeconomia. Foi, também, o primeiro modelo de equilíbrio macroeconómico quase geral, com interação entre bens e serviços, mercado de trabalho, moeda e títulos, ao mesmo tempo. Para Keynes e para a corrente de pensamento a que deu origem, *keynesianismo*, a procura agregada é instável e é a fonte das flutuações observadas ao longo do ciclo económico. A causa desta instabilidade reside no efeito das expectativas sobre o investimento, o consumo e o mercado financeiro (de ações e de obrigações). Sendo que as expectativas se alteram em sentido negativo, mesmo sem que haja nada de fundamental que o justifique, pode dar-se início a um período de contração da procura agregada que leve à contração da economia. No entanto, não fica posto de parte que as crises possam ser iniciadas por choques exógenos reais adversos ou a políticas fiscais ou monetárias erradas. Segundo Keynes (1936) é necessária uma gestão macroeconómica contra cíclica para evitar as flutuações desestabilizadoras que são extremamente caras (*i.e.*, redutoras do bem-estar) e persistentes. Sem a intervenção do governo, essa instabilidade pode eventualmente enfraquecer a convicção do público na economia de mercado e levar à sua falência (na altura, discutia-se se a economia planificada, feita por um decisor centralizado, poderia ser superior à economia de mercado, feita de forma distribuída, na afetação dos recursos escassos). Keynes e os *keynesianos* acreditam no capitalismo, mas não no *laissez-faire* (Knoop, 2015). Uma diferença fundamental da teoria clássica e da teoria *keynesiana* é

que os clássicos acreditam que a curva da oferta agregada de curto prazo é vertical enquanto a teoria *keynesiana* reivindica que esta tem inclinação ascendente (Krugman & Wells, 2013).

Nas décadas de 1950 e 1960 os desafios para a teoria *keynesiana* que surgiram pelos monetaristas e pelos teóricos da taxa natural que, até aceitando que, no curto prazo, um aumento (diminuição) na procura agregada pode levar a um aumento (diminuição) do produto agregado, no longo prazo não têm efeito e podem mesmo as políticas macroeconómica contra cíclicas piorar as flutuações económicas (Krugman & Wells, 2013). A doutrina do monetarismo, onde se destaca o contributo de Milton Friedman, é a antítese do pensamento *keynesiano*. Para os monetaristas as economias autorregulam-se e atingem o pleno emprego sozinhas sendo a diferença apenas uma questão de definição sobre o conceito de Pleno Emprego (Larraín & Sachs, 2002).

Começando na década de 1960 e desenvolvendo-se na década de 1970, muitos economistas, viram a necessidade de reutilizar o modelo clássico para explicar as recessões económicas que, diziam, o modelo *keynesiano* não conseguia fazer. Este facto deveu-se principalmente aos choques petrolíferos da década de 1970 que causaram, em simultâneo, inflação e contração económica (Knoop, 2015), o que contrariava o pensamento *keynesiano*, nomeadamente, a relação que ficou conhecida por a Curva de Phillips/Lei de Okun. Segundo a economia nova clássica a alteração da curva da procura agregada afeta apenas o nível de preços agregados e não terá nenhum efeito no produto e no emprego. As variáveis reais só serão afetadas por choques monetários não antecipados que surpreendam os agentes económicos (neutralidade da moeda). Os economistas novos clássicos dividiram-se em dois ramos: por um lado, os que contestaram o argumento tradicional da curva da oferta agregada de curto prazo com base nas expectativas racionais e, por outro lado, os que justificam as flutuações das variáveis económicas com ciclos económicos reais (choques da oferta) (Krugman & Wells, 2013).

Robert Lucas na década de 1970 publicou diversos artigos, bastante influentes, usando o princípio das expectativas racionais de Muth (1961) para argumentar que a política monetária não é útil na estabilização da economia e que tentativas de diminuição do nível de desemprego resultarão apenas em preços mais elevados na economia. Lucas argumentava, também, que se vivia sempre a situação de pleno emprego mas que existe

um erro estatístico porque desocupados respondem que estão à procura de emprego mas que, depois, não aceitam emprego ao salário de mercado (Krugman & Wells, 2013). Outro autor influente desta teoria foi Robert Barro. No entanto, nem o modelo das expectativas racionais, nem os *keynesianos* e nem os monetaristas conseguiam explicar os choques da oferta, uma vez que se focavam nos choques da procura agregada (Knoop, 2015).

Surgiram, então, os modelos de ciclos económicos reais, o segundo ramo da nova economia clássica, nos anos 1980. Segundo estes modelos apenas mudanças na oferta agregada geram oscilações económicas como as observadas nas séries macroeconómicas. A oferta agregada é função da quantidade de trabalho, da quantidade de capital e da produtividade total de uma economia e choques exógenos na tecnologia são a razão das flutuações na economia que podem ser ampliadas por políticas públicas erradas (Knoop, 2015).

Surgem posteriormente os novos modelos *keynesianos* com o objetivo de conciliar a economia nova clássica com a economia *keynesiana*, em uma tentativa de fornecer uma teoria unificada de ciclos económicos. (Knoop, 2015).

Interessante notar que, até aos anos da década de 1980, a teoria macroeconómica ignorou os mercados financeiros no estudo dos ciclos económicos quando a evidência empírica parece indicar que todas as grandes crises económicas desde 1900 estiveram associadas com uma crise financeira. Um ramo da nova teoria *keynesiana* lentamente começou a desenvolver-se em meados durante esta década que visava acabar com essa negligência, concentrando a atenção diretamente sobre os sistemas financeiros como a principal fonte de volatilidade macroeconómica (Knoop, 2015).

Grande parte da mais recente pesquisa sobre a interação entre sistemas financeiros e ciclos económicos tem-se concentrado em dois fenómenos: por um lado, as “bolhas especulativas” de ativos e, por outro lado, as crises bancárias. “Bolhas especulativas” de ativos ocorrem quando, por causa de expectativas otimistas (*i.e.*, as previsões sobre a evolução futura da cotação dos ativos), o preço dos ativos deixam de ter como base o seu valor intrínseco e passam a ser valorizados pela possibilidade de, no curto prazo, subirem ainda um pouco mais. A primeira “bolha especulativa” tratada na literatura ocorreu em Amesterdão, primeira bolsa do mundo, com tulipas. O preço das tulipas aumentou cerca

de 6000% apenas porque estava a aumentar até que aconteceu o colapso quando as pessoas deixaram de acreditar de que subiria mais. Nas economias modernas, “bolhas especulativas” de ativos têm surgido principalmente nos mercados de ações e imobiliário. Quando as “bolhas especulativas” “rebentam”, a queda dos preços reduz drasticamente a riqueza, aumenta o risco percebido, e leva, por via do efeito riqueza, a grandes contrações na procura agregada (no consumo e no investimento) e no produto. Uma crise bancária ocorre quando um conjunto de bancos falham/colapsam simultaneamente, o que está ligado à perda de valor observado quando terminam as “bolhas especulativas” (Knoop, 2015).

Os bancos pedem ativos emprestados a curto prazo, titularizados em dinheiro, que emprestam a longo prazo. Portanto, para poderem crescer, os bancos têm que atrair nova dívida, depósitos e outros financiamentos de curto prazo, continuamente. Quando, por uma razão qualquer, a perda de confiança no sistema leva a que estas fontes de financiamento, ou alguma delas, falhem ou se invertam, os bancos ficam vulneráveis a crises de liquidez. Isto acontece, por exemplo, quando os depositantes temem que um banco vá falhar e há um aumento descontrolado de levantamentos em simultâneo o que leva o banco, se não for ajudado por outras instituições financeiras, à rotura de liquidez. Desde que existe sistema bancário que regularmente ocorrem crises bancárias (Knoop, 2015).

No entanto, as crises bancárias que envolvem a falha completa do sistema bancário e perdas para os depositantes são consideravelmente menos comuns do que eram no início do século XX por causa do seguro de depósitos por parte dos governos e do fortalecimento do papel dos bancos centrais como emprestadores de última instância, *i.e.*, cedência ilimitada de liquidez. No entanto, aumentar o envolvimento do governo na mitigação do impacto económico das crises bancárias através de salvamentos tem um custo muito elevado para o sistema financeiro que se transmite a toda a economia, em particular, aos contribuintes. As crises bancárias são claramente associadas a grandes custos, recessões económicas e, por vezes, a depressões (Knoop, 2015).

2.2 Regimes Cambiais

Em economia fechada, as transações no mercado são intermediadas pela moeda que também serve de padrão do preço relativo dos bens. Em economia aberta, surge um novo ativo monetário no mercado: a moeda estrangeira. A procura e oferta de moeda doméstica e estrangeira (uma em troca da outra) são negociadas no mercado de câmbio e o preço negociado é a taxa de câmbio. A análise do mercado monetário, com a incorporação das transações com moeda estrangeira, difere e altera o impacto da política monetária. A regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio é o principal definidor de um regime cambial (Carvalho, et al., 2007).

Um regime cambial de câmbios perfeitamente flexíveis é aquele em que a taxa de câmbio é determinada, exclusivamente, através da operação das forças de mercado (Carvalho, et al., 2007). Neste tipo de regime não há a intervenção do banco central que não precisa possuir reservas cambiais (Além, 2010). Um regime de câmbios fixos é aquele em que é estabelecida uma paridade entre a moeda doméstica e uma moeda estrangeira através de uma decisão do governo ou de uma lei e obriga, para manter a convertibilidade, que o banco central garanta a troca à taxa de câmbio pré-definida. A manutenção da taxa de câmbio no nível fixado torna-se uma responsabilidade das autoridades monetárias (Carvalho, et al., 2007). O preço da moeda nacional em termos de moeda estrangeira é dado, e o equilíbrio do mercado é obtido pela compra e venda de divisas pelo banco central de forma ilimitada (para manter a convertibilidade) (Além, 2010).

Convém notar que a maioria, para não dizer a totalidade, das experiências históricas de regimes de câmbios fixos acabaram por fracassar.

Os países de mercado em desenvolvimento da América Latina, do Leste da Ásia e da Europa Oriental entraram na década de 1990 com fundamentos económicos bastante diferentes. A América Latina com taxas de poupança tradicionalmente baixas, perdulários fiscais e monetários, moeda sobrevalorizada e um governo grande e com uma elevada intervenção na economia. Os países do Leste Asiático exibiam, desde há bastante tempo, elevadas taxas nacionais de poupança, maior disciplina fiscal e monetária, moedas adequadamente valorizadas juntamente com instituições financeiras bem estruturadas e intervenções do governo adequadas. Todos os países da Europa Oriental entraram na década de 1990 com as suas instituições universalmente desacreditadas. A capacidade

para criarem a estabilidade macroeconómica e fazer a transição para instituições capitalistas variou muito. Apesar de possuírem fundamentos distintos e geografias diferenciadas todos eles terminaram a década de 1990 como vítimas de grave turbulência financeira. Entre outros fatores, os regimes cambiais têm sido apontados, na maioria dos casos, como a causa do início desses problemas (Frankel, 2004).

Há naturalmente, além das duas situações limites (câmbios fixos e câmbios flexíveis), muito mais do que dois regimes cambiais. São agrupados em três categorias principais, flexíveis, intermédios e fixos. Há muitas complicações, pois as fronteiras entre cada categoria é muito ténue e alocar corretamente cada país em cada categoria nem sempre é fácil. Cada um dos regimes intermédios pode variar de tão flexível, ao ponto de pertencer mesmo à categoria de flexível, a tão rígido, pertencendo à categoria de câmbio fixo. A largura das margens é aqui o parâmetro relevante (Frankel, 2004).

O debate sobre os regimes das taxas de câmbio é antigo. Um novo elemento foi introduzido à discussão no final de 1990: proposta de que os países deveriam mudar-se para as soluções de canto, *i.e.*, deviam optar ou pela flexibilidade total das taxas de câmbio ou para compromissos institucionais rígidos para fixar as taxas de câmbio. O corolário desta teoria baseia-se na teoria que o número de moedas independentes do mundo está em declínio (Frankel, 2004).

As características dos países que são mais importantes no debate “fixos *versus* flexíveis” estão intimamente relacionadas com a dimensão e a abertura do país. Isto remete-nos para a teoria da Área Monetária Ótima (OCA- *Optimum Currency Area*). Países que estão mais integrados entre si, no que respeita ao comércio e outras relações económicas, são mais suscetíveis de constituir uma OCA pois tal opção diminuirá os custos de transação entre as economias. Uma OCA pode ser definida como uma região que nem é tão pequena e aberta que seria melhor fixar a sua moeda a um próximo, nem tão grande que seria melhor separar em sub-regiões com diferentes moedas (Frankel, 1999).

A partir da década de 1990 foram propostos um novo conjunto de critérios para complementar ou até mesmo substituir o quadro OCA até aqui existente, particularmente relevantes para a decisão de adotar um compromisso institucional, *i.e.*, a taxa fixa. As novas características têm a ver com mercados financeiros internacionais e com

credibilidade. Os critérios adicionais são os seguintes: i) forte necessidade de importar estabilidade monetária, devido a uma história de hiperinflação, e/ou ausência de instituições públicas credíveis, e/ou grande exposição para os investidores internacionais, e/ou instabilidade decorrente de um ambiente político perigoso; ii) desejo de integração mais restrito com um vizinho ou parceiro comercial (vantagem de aumentar a credibilidade política do compromisso); iii) uma economia em que a moeda estrangeira já é amplamente utilizada; iv) acesso a um nível adequado de reservas; v) Estado de direito; e vi) um sistema financeiro forte e bem supervisionado e regulado (Frankel, 2004).

São apontadas várias vantagens para as taxas de câmbio fixas sendo uma delas o facto que proporcionam uma âncora nominal para a política monetária do país mais frágil. Este argumento pressupõe claramente a fixação de uma moeda fraca a uma moeda forte, com forte disciplina monetária que mantenha um nível mais baixo de inflação o que poderá incentivar o comércio e o investimento no país economicamente mais débil. Este era o argumento mais utilizado contra os câmbios flexíveis. A variabilidade da taxa de câmbio cria incerteza, e este risco, por sua vez, desencoraja o comércio e o investimento internacional. O reverso da medalha é que os câmbios fixos impossibilitam a depreciação competitiva o que tanto pode ser visto como um defeito como uma qualidade já que quando cada país tenta, ganhar vantagem competitiva face ao seu vizinho, desvalorizando a sua moeda, o vizinho respondendo da mesma forma, acaba este mecanismo mais não fazer que instabilizar a taxa de inflação. A solução aqui pode passar pelo acordo de fixação das taxas de câmbio impedindo assim a depreciação competitiva (Frankel, 2004).

Algumas flutuações cambiais parecem não ter qualquer relação com os fundamentos económicos (flutuações especulativas). Contudo, a possibilidade de que, se as flutuações da taxa de câmbio forem eliminadas, pode desaparecer a incerteza cambial mas desaparecer também um instrumento de política a utilizar quando surjam choques exógenos assimétricos (Frankel, 2004).

A principal vantagem atribuída às taxas de câmbio flexíveis é a independência da política monetária. Quando a economia é atingida por uma perturbação, assimétrica face aos seus principais parceiros comerciais, como uma queda na procura de bens e serviços, o governo é capaz de responder de modo que o país controle os efeitos do choque na

economia. Através da expansão monetária e consequente desvalorização da moeda estimula a procura de produtos nacionais a partir do exterior retornando a economia para níveis desejados de pleno emprego. O mesmo não acontece no caso de câmbios fixos. Neste caso, a política monetária é sempre desviada, pelo menos em certa medida, para lidar com a balança de pagamentos. Este instrumento, sozinho, não pode ser utilizado para alcançar tanto o equilíbrio interno, como externo. Sob a combinação de taxas de câmbio fixas e integração completa dos mercados financeiros, o caso da UEM (União Económica e Monetária), por exemplo, o caso é mais extremo. A política monetária torna-se completamente impotente para controlar a economia ao longo do ciclo económico. O ajustamento tem sempre que ser feito de forma real pelo que uma diminuição da procura agregada dura até que os salários e os preços desçam face ao exterior, ou até que outro qualquer mecanismo automático funcione o que pode ser demorado no tempo por os preços e salários terem dificuldades a diminuírem em termos nominais (deflação). Uma segunda vantagem é que mesmo na presença de rigidez em baixa de preços e salários é possível alcançar uma depreciação real da moeda, através do ajuste automático de choques comerciais. A moeda responde, assim, a uma evolução negativa das exportações do país ou de outras mudanças nos termos de troca, depreciativas. A terceira vantagem de uma moeda independente é que o governo retém duas características importantes de um banco central independente, senhoriagem e prestador de último recurso. (Frankel, 2004).

Quais são as vantagens dominantes as dos câmbios fixos ou as dos câmbios flexíveis?

Não há uma resposta certa. Depende, em grande parte, das características do país em questão. Um exemplo de um critério importante é a origem das perturbações económicas. Se o país está sujeito a muitas perturbações externas, como flutuações na compra de bens e ativos domésticos por parte do exterior (talvez decorrentes de flutuações do ciclo económico dos seus vizinhos), então será mais provável que deva flutuar a sua moeda. Por outro lado, se o país está sujeito a muitas perturbações internas, então é mais provável que deva fixar o câmbio da sua moeda às dos seus parceiros comerciais (Frankel, 2004).

Em termos globais, há uma tendência histórica de integração dos mercados financeiros o que deixa duas opções, ou a escolha pela independência monetária ou pela estabilidade da taxa de câmbio o que leva a que os países percam algum dos instrumentos de política

já que, não é possível obter em simultâneo a estabilidade da taxa de câmbio, a independência monetária e integração no mercado financeiro global (Frankel, 1999).

2.3 Balança de pagamentos

Os economistas acompanham a evolução das transações económicas através das contas de resultados e balanços. No que se refere às transações dos agentes económicos de uma economia com os agentes económicos exteriores, o elemento de medida chave é a balança de pagamentos que agrega todas as transações económicas de um determinado país com o resto do mundo num dado período de tempo (Krugman & Wells, 2013).

A balança de pagamentos fornece muita informação útil sobre a situação económica dos países e suas relações internacionais. É um elemento chave para economistas e decisores políticos avaliarem o estado da posição económica externa de uma nação (Mutti & Jr., 2004).

A balança de pagamentos é constituída pela balança corrente, balança de capital e pela balança financeira. Caracteriza-se por um sistema de contabilidade de dupla entrada, ou seja, a cada lançamento a débito numa conta ocorre um de crédito em outra no mesmo montante, portanto apresenta sempre um saldo nulo (IMF, 2009).

A balança de pagamentos, sempre nula, divide-se em duas partes, por um lado a Balança Corrente e, por outro lado, a Balança de Capitais e Financeira.

A balança corrente traduz a economia no sentido que agrega a balança comercial (exportação e importação de mercadorias), a balança de serviços (exportação e importação de serviços), a balança de rendimentos (juros e dividendos internacionais e ganhos de empresas de propriedade nacional a operar no exterior) e a balança de transferências correntes (transferências unilaterais). A balança corrente representa assim as transações, com não residentes, de bens, serviços, incluindo viagens e turismo, rendimento de investimentos e transferências correntes, incluindo transferências públicas com a União Europeia (UE) e remessas de emigrantes e imigrantes (Krugman & Obstfeld, 2003).

Na balança de capital contabilizam-se as transferências de capital, públicas e privadas, e a aquisição e venda de ativos tangíveis e intangíveis não produzidos não financeiros (Krugman & Obstfeld, 2003).

Na balança financeira registam-se as compras e vendas de ativos financeiros privados (investimento direto, investimentos de carteira, derivados financeiros, ativos de reserva e outros investimentos) (Krugman & Obstfeld, 2003).

Muitos fluxos financeiros e de bens e serviços não são contabilizados (desde pequenas transações de moeda até ao tráfico de droga) gerando discrepâncias estatísticas no cálculo das diferentes balanças. Assim, é usual a utilização da rubrica erros e omissões para garantir o saldo nulo da balança de pagamentos (IMF, 2009).

2.3.1 Ajustamentos da balança de pagamentos (balança corrente)

O desequilíbrio da balança corrente é o principal problema das economias abertas no que se refere às suas relações com o exterior. São os preços, mais concretamente a taxa de câmbio real que é determinada no mercado de câmbio (em caso de câmbios flexíveis) ou dos preços, salários e taxas de juro (no caso de câmbios fixos), que reequilibra a balança de pagamentos (Krugman & Wells, 2013). Quando a procura por moeda estrangeira tende a superar, sistematicamente, a oferta, para que essa diferença não leve ao esgotar das reservas cambiais, terá que ser coberta por alguma fonte de financiamento externa ou terá que desaparecer pelo ajustamento da taxa de câmbio real. Neste último caso, algum mecanismo, acionado pelos condutores da política económica ou pelo mercado, deverá se encarregar de restaurar o equilíbrio entre a oferta e a procura de divisas (com a correspondente, oferta e procura de bens e serviços e de transferência), corrigindo tais desequilíbrios (Carvalho, et al., 2007).

Perante um regime de taxas de câmbio fixas, os desequilíbrios da balança corrente refletem-se na variação das reservas cambiais, enquanto, que num regime de taxas de câmbio flexíveis esses desequilíbrios refletem-se diretamente na taxa de câmbio, podendo esta sofrer grandes oscilações (Além, 2010).

Há duas formas clássicas distintas para ajustar a balança corrente em caso de desequilíbrio: o redimensionamento da procura; e a reorientação da despesa. No primeiro

caso, uma redução na procura doméstica, promove uma contração da componente importada e liberta excedentes de produtos para a exportação reestabelecendo, assim, o equilíbrio da balança corrente. No segundo caso a mudança na composição da procura doméstica é que promove o reequilíbrio das contas externas através da redução da fração dos gastos domésticos importados e aumentando a fração das exportações na produção agregada (Carvalho, et al., 2007).

Num regime de câmbios flexíveis, admite-se que a mudança na taxa de câmbio, ao alterar os preços relativos entre bens transacionáveis (*i.e.*, aqueles passíveis de exportação e importação) e não transacionáveis, é o instrumento que induz uma mudança na composição dos gastos agregados, realizando assim um ajustamento rápido através da redução das importações e aumento das exportações, o segundo caso (Carvalho, et al., 2007).

Num regime de câmbios fixos, ao contrário, o ajustamento deverá ocorrer fundamentalmente pelo primeiro caso, exceto no caso de uma economia dotada de alta flexibilidade de preços e salários em que reduções de preços e salários nos setores produtores de bens transacionáveis também poderá constituir um caminho de correção de um défice da balança corrente (Carvalho, et al., 2007).

2.4 A política monetária e orçamental numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais

Os avanços tecnológicos nas tecnologias de informação (TI) permitiram a minimização dos custos no acesso à informação, comunicações e transmissão de dados, que em conjunto com o aumento do grau de conversibilidade das moedas, ampliou enormemente a integração dos mercados financeiros nas décadas de 1980 e 1990. Com custos de transação insignificantes os ativos financeiros de países com idêntico risco económico e político são perfeitamente substituíveis. Isto remete-nos para a perfeita mobilidade de capitais (Carvalho, et al., 2007).

O modelo desenvolvido por Fleming e Mundell é uma abordagem extensiva do modelo *Keynesiano* tradicional aplicada a uma economia aberta com a introdução da balança de pagamentos, que incorpora o efeito dos fluxos internacionais de capitais na determinação

das taxas de câmbio. O modelo trata da relação de curto prazo entre a taxa de câmbio real e o produto da economia (Além, 2010).

As hipóteses do modelo são as seguintes (Além, 2010), (Carvalho, et al., 2007), (Larraín & Sachs, 2002):

- Os preços internos e externos são conhecidos e toda a procura é satisfeita;
- A inflação esperada interna e externa é constante e igual a zero;
- A condição de Marshall-Lerner é satisfeita, o que quer dizer que depreciações/desvalorizações cambiais levam a uma melhoria da balança comercial;
- O nível de procura agregada determina o nível de produto;
- Os gastos com os bens produzidos internamente determinam o nível da produção, só que uma parte desses gastos é feita por residentes no país (procura interna) e outra por residentes no estrangeiro (procura externa);
- Y representa o *output*, ou seja, o produto total da economia;
- i^* representa a taxa de juro externa e i a taxa de juro interna;
- IS do inglês *Investment Saving* representa a curva de equilíbrio do mercado de bens, $Y = C + I + G + NX$, onde C representa o consumo total das famílias, I o investimento total líquido, G os gastos totais do governo e NX as exportações líquidas (ou seja, as exportações subtraídas das importações totais do país);
- LM do inglês *Liquid Money* representa a curva de equilíbrio do mercado de ativos, $\frac{M}{P} = L(i, Y)$, onde M representa a oferta nominal de moeda, P o nível geral de preços da economia e L a função liquidez;
- A curva de equilíbrio externo é dada por $BP = 0$, onde BP é a balança de pagamentos; Como estamos perante perfeita mobilidade de capitais esta curva é uma reta horizontal, ao nível da taxa de juro internacional, isto porque a BP tem uma sensibilidade infinita em relação à diferença entre os retornos oferecidos pelos ativos financeiros internos e externos: qualquer desvio da taxa de juro interna em relação à externa produz uma entrada ou saída de capitais afastando a economia do equilíbrio externo.

O Modelo Mundell-Fleming numa economia aberta, com perfeita mobilidade de capitais e com regime de câmbios fixo

Com taxas de câmbio fixas cabe ao banco central financiar os excessos de procura ou de oferta por moeda estrangeira (os défices ou superávits da balança de pagamentos/ balança corrente) diminuindo ou aumentando as suas reservas em moeda estrangeira (Além, 2010).

Na figura 1, apresentada de seguida, evidenciam-se os efeitos económicos de uma expansão monetária. Pressupõem-se que a economia está inicialmente em equilíbrio no ponto (Y_0, i^*) , de pleno emprego, onde os mercados, monetário, de capitais, de bens e serviços e cambial estão perfeitamente equilibrados.

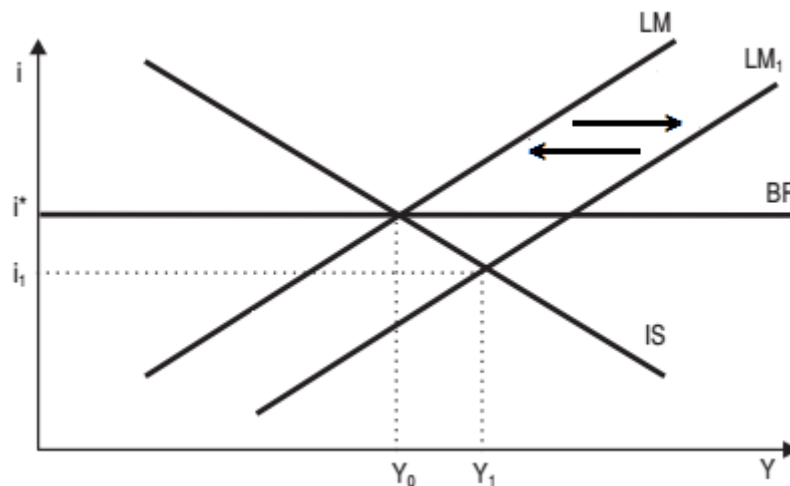


Figura 1: Efeito de uma Política Monetária Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios fixos (Adaptado da Ref. (Carvalho, et al., 2007))

O banco central ao aumentar a oferta de moeda na economia faz deslocar a curva LM para a direita (LM_1). Com esta medida o produto aumenta e a taxa de juro doméstica decresce, obtendo-se um novo equilíbrio no ponto (Y_1, i_1) . Mas este novo equilíbrio é apenas temporário, durando até que as forças de mercado se corrijam. Com uma taxa de juro interna inferior à externa teremos uma fuga de capitais potencialmente infinita o que originaria um défice global da balança de pagamentos (corrente), uma redução de reservas e uma contração da base monetária. A retração na oferta de moeda levará ao efeito contrário, a curva LM a deslocar-se para a esquerda até atingir a taxa de juro internacional, voltando-se, então, ao ponto de equilíbrio inicial. No final a política monetária

expansionista levada a cabo pelo banco central apenas reduz as reservas de divisas internacionais do país (Além, 2010).

Este exemplo ilustra claramente a “trindade impossível”, mencionada anteriormente. Este trilema de política económica deixa três opções aos decisores: ou abdicam da autonomia da política monetária ou, querendo preservá-la, fazem controlo de capitais ou adotam um regime cambial flexível.

De seguida vamos ver o que acontece quando o governo do país decide aumentar os gastos públicos, ou seja, utiliza uma política orçamental expansionista para impulsionar a economia. Uma diminuição dos impostos ou um aumento da quantidade importada teriam os mesmos efeitos. A figura 2, abaixo, ilustra esse exemplo.

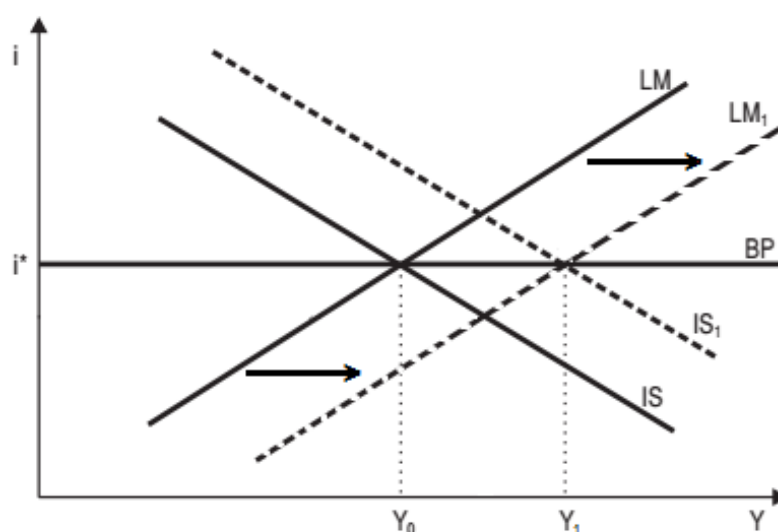


Figura 2: Efeito de uma Política Orçamental Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios fixos (Adaptado da Ref. (Larraín & Sachs, 2002))

Com o aumento dos gastos públicos o estado aumenta a procura agregada o que faz deslocar a curva IS para a direita, IS₁. Sem mobilidade de capitais o novo equilíbrio dá-se com a intersecção da IS₁ com a LM, o que aumenta a taxa de juro doméstica. Neste caso, as famílias vão vender os seus ativos externos e aumentar as suas reservas de moeda doméstica, eliminando o excesso de procura de moeda. Haverá, então, uma apreciação cambial o que leva o banco central a vender moeda nacional por moeda estrangeira. O resultado final será um aumento endógeno da oferta monetária, deslocando-se a curva LM para a direita, LM₁ (Larraín & Sachs, 2002).

Perante câmbios fixos e perfeita mobilidade de capitais, uma deslocação da curva IS resulta num novo ponto de equilíbrio que será a intersecção da nova curva IS com a taxa de juro internacional e a curva LM ajustar-se-á endogenamente a esta nova intersecção (Larraín & Sachs, 2002).

O Modelo Mundell-Fleming numa economia aberta, com perfeita mobilidade de capitais e com regime de câmbios flexíveis

Recordemos que num regime de câmbios flexíveis o banco central não intervém no mercado cambial e não há variação de reservas. Por definição temos a balança de pagamentos/corrente sempre equilibrada e os desajustes existentes são resolvidos através da alteração do preço da moeda estrangeira, ou seja, da taxa de câmbio, de forma a induzir os agentes a oferecer mais (menos) e a procurar menos (mais) divisas. Temos, também, que a variação na oferta monetária é atribuível apenas ao seu componente exógeno (ao crédito doméstico líquido) (Carvalho, et al., 2007). A posição da curva IS depende da taxa de câmbio através da sua influência sobre os fluxos comerciais, pelo que os seus deslocamentos também são endógenos. Desloca-se para a direita quando há depreciação cambial e para a esquerda quando o câmbio se aprecia. O banco central perde o controlo sobre o tipo de câmbio mas adquire o controlo sobre a oferta monetária (Larraín & Sachs, 2002).

Vejamos o que acontece quando o banco central aumenta a oferta monetária através da compra de títulos nacionais no mercado internacional. A figura 3, abaixo, identifica-nos essa situação.

Com esta política expansionista a curva LM desloca-se para a direita, LM_1 . Passa-se de um equilíbrio inicial de pleno emprego (Y_0, i^*) para um novo ponto (Y_1, i_1). Com esta deslocação da LM o produto agregado aumenta e a taxa de juro doméstica diminui, passando a estar inferior à internacional. Vai, então, ocorrer uma saída de capitais do país, os investidores vão vender ativos nacionais e comprar ativos internacionais, o que levará a uma depreciação da taxa de câmbio. Isto significa que as importações ficam mais caras e as exportações mais baratas o que leva a um aumento das exportações líquidas que, por sua vez, fazem aumentar o produto da economia, logo há um deslocamento da IS para a direita (Larraín & Sachs, 2002).

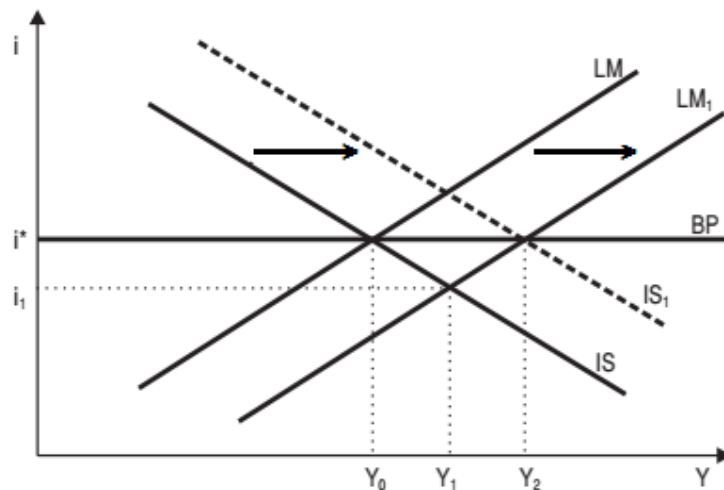


Figura 3: Efeito de uma Política Monetária Expansionista numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais e câmbios flexíveis (Adaptado da Ref. (Carvalho, et al., 2007))

O crescimento da oferta de moeda gerado pelas exportações líquidas é pequeno quando comparado com o aumento da procura de moeda externa devido à diferença entre a taxa de juro internacional e doméstica que, no entanto, em termos potenciais é limitado pelo *stock* de divisas existente no sistema financeiro nacional (Carvalho, et al., 2007). Este deslocamento endógeno da IS ocorre até igualar a nova LM e a BP, ou seja, a taxa de juro internacional, cessando a pressão sobre o mercado de câmbio (Larraín & Sachs, 2002). O ajustamento termina, então, num novo ponto de equilíbrio, (Y_2, i^*), com um aumento do produto agregado, a taxa de câmbio mais elevada, a balança de pagamentos, apesar de tão equilibrada como no início, apresenta agora uma composição distinta, um saldo superior nas transações correntes e um saldo menor na balança de capitais (Carvalho, et al., 2007).

Vamos agora ver o que acontece quando o governo decide aumentar a procura agregada da economia através de uma política orçamental expansionista, nomeadamente através do aumento dos gastos públicos. A figura 4, abaixo, ilustra essa situação.

Essa medida leva a um deslocamento da IS para a direita, IS_1 , o que eleva a taxa de juro doméstica, tornando-a superior à taxa de juro internacional. Isto provoca um aumento da entrada de capitais no país o que reflete uma apreciação da moeda nacional e uma queda da taxa de câmbio que consequentemente torna os produtos domésticos mais caros e os produtos importados mais baratos. Com isto, haverá uma diminuição das exportações líquidas e uma detioração da balança corrente e, logo, da procura agregada. Há, então, um novo deslocamento da IS, desta vez para a esquerda. Enquanto a taxa de juro doméstica

for superior à internacional, continuarão a entrar capitais e a apreciar-se a moeda nacional, portanto, a IS irá deslocar-se continuamente para a esquerda até atingir a taxa de juro internacional voltando, assim, ao ponto inicial. Concluimos que a procura agregada volta ao seu valor inicial e que a política orçamental expansionista num regime de câmbios flexíveis é contraproducente. O aumento dos gastos do governo é igual ao mesmo montante de perda obtida nas exportações líquidas (Larraín & Sachs, 2002).

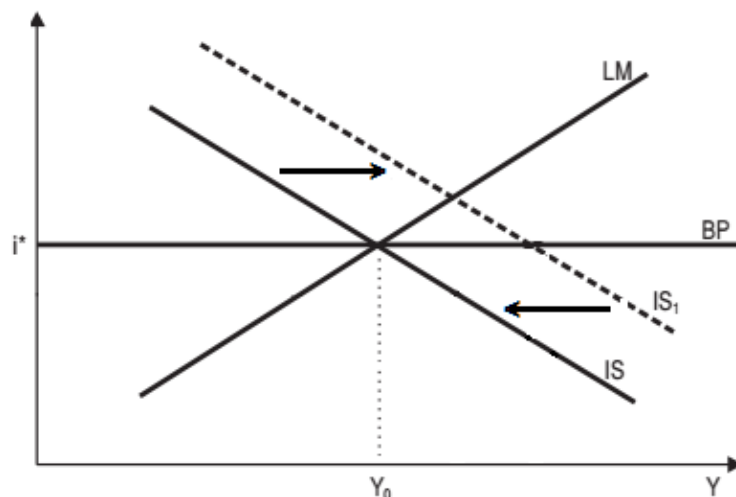


Figura 4: Efeito de uma Política Orçamental Expansionista numa economia aberta, com perfeita mobilidade de capitais e câmbios flexíveis (Adaptado da Ref. (Larraín & Sachs, 2002))

Os mesmos ajustamentos e conclusões teríamos com um aumento exógeno das exportações ou se o governo decidisse reduzir os impostos (Além, 2010).

Concluimos, então, que numa economia aberta com perfeita mobilidade de capitais com um regime de câmbios fixos, o uso da política monetária é contraproducente enquanto que a política orçamental é eficiente. Já em câmbios flexíveis temos exatamente o contrário, a política monetária é eficaz enquanto que a orçamental é contraproducente (Larraín & Sachs, 2002).

2.5 Crises Financeiras

Nos últimos anos as crises financeiras foram muito comuns, especialmente, nos mercados emergentes e tiveram consequências negativas nas suas economias. São exemplos disso a crise financeira do México de 1994 e do Sudeste Asiático em 1997 onde a queda do PIB foi superior a 10%, da Rússia em 1998, do Equador em 1999 (Mishkin, 2001), do

mecanismo de taxas de câmbio do sistema monetário europeu (SME) em 1992/1993, da América Latina a chamada Crise *Tequilla* de 1994/1995. Em muitos destes casos houve a necessidade de assistência internacional devido aos seus custos significativos e como forma de travar o contágio a outras economias (IMF, 1998).

As crises financeiras não são fenómenos novos, nem da década de 1990 nem mesmo do século XX. Ao longo da história foram registados muitos episódios de falhas governamentais e corridas bancárias. Contudo, as crises cambiais não eram tão frequentes até meio do século passado porque, durante muito tempo, o sistema monetário mundial foi dominado por uma série de moedas fortes baseadas no padrão ouro e, portanto, apenas eventos extremos poderiam pôr em causa o sistema, como foi o caso da I Guerra Mundial e a Grande Depressão de 1929. O sistema de *Bretton Woods* foi novamente introduzido depois da II Guerra Mundial, com uma ligeira alteração, desta vez a paridade das moedas nacionais ao ouro, foram definidas indiretamente, primeiro em relação ao dólar americano e, depois, este definido pelas reservas de ouro dos EUA. Contudo, o aumento da livre circulação de capitais e as políticas monetárias e orçamentais expansionistas do governo americano durante a Guerra do Vietname colapsaram o sistema em 1971. Tornaram-se, então, as moedas nacionais dependentes de políticas económicas nacionais, logo mais vulneráveis à especulação do mercado. Com a libertação das colónias e a separação do bloco soviético, houve o aparecimento de novos estados independentes que levou ao aumento do número de autoridades monetárias e de moedas nacionais. Muitos países liberalizaram a conta de capitais que juntamente com os avanços tecnológicos propiciaram o aumento da integração dos mercados financeiros e a possibilidade de maior especulação contra as taxas de câmbio das moedas nacionais e o consequente aumento de crises cambiais (Dabrowski, 2002).

Em resposta às diversas crises que foram surgindo ao longo da história é que as práticas e as instituições modernas se estabeleceram e evoluíram, nomeadamente a função de prestador de último recurso por parte dos bancos centrais, o seguro de depósitos, as normas prudenciais e regulamentares, arranjos financeiros internacionais e o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) (IMF, 1998).

A função principal dos sistemas financeiros é canalizar fundos para os particulares e/ou empresas que possuem oportunidades de investimentos produtivos. Cabe, assim, aos

participantes dos mercados financeiros a análise de quais as melhores oportunidades de investimento para a alocação de crédito. Assim, os mercados financeiros enfrentam um problema de assimetria de informação, em que uma das partes do contrato financeiro tem menos informação precisa do que a outra. O que leva a dois problemas, a seleção adversa e o risco moral (Mishkin, 2001)

A seleção adversa ocorre antes das transações financeiras se formalizarem. Aqui é quando os potenciais riscos de crédito ruins são os que mais ativamente procuram um empréstimo (Mishkin, 2001).

O risco moral ocorre depois de formalizadas as transações económicas. Este ocorre porque os mutuários têm incentivos para investir em projetos de alto risco, que a serem bem-sucedidos, trazem grandes benefícios aos mutuários, mas quando correm mal são os credores quem suportam grande parte das perdas (Mishkin, 2001).

Podemos, então, definir crise financeira como uma perturbação dos mercados financeiros em que os problemas da seleção adversa e do risco moral conseguem ser ainda piores de modo que os mercados financeiros não conseguem canalizar de forma eficiente os fundos dos aforradores para as melhores oportunidades de investimento e mais produtivas disponíveis na economia. As crises financeiras resultam assim da ineficiente forma dos mercados financeiros atuarem o que leva a uma contração da atividade económica (Mishkin, 2001).

Podemos distinguir diversos tipos de crises financeiras, sendo o termo crise financeira o mais amplo, englobando todos os tipos de instabilidade relacionados com o sistema monetário e financeiro (Dabrowski, 2002). Podemos definir crise cambial quando um ataque especulativo sobre a paridade de uma moeda nacional leva à sua desvalorização (ou forte depreciação) o que obriga a autoridade monetária a intervir na economia para defender a paridade, gastando as suas reservas internacionais de moeda estrangeira ou aumentando acentuadamente as taxas de juro. Crises bancárias ocorrem quando há falhas ou corridas bancárias efetivas ou potenciais que induzem os bancos a suspender a convertibilidade dos seus passivos e/ou que obrigam o governo a intervir prestando-lhes assistência. As crises bancárias podem assumir proporções sistémicas. As crises financeiras sistémicas, ao alterarem a capacidade dos mercados financeiros funcionarem

de forma eficaz, podem provocar graves efeitos adversos sobre a economia real. Uma crise financeira sistémica pode envolver uma crise cambial, no entanto uma crise cambial não envolve necessariamente uma grave rutura do sistema de pagamentos nacional, portanto, não é necessariamente uma crise financeira sistémica. Crises da balança de pagamentos ou da dívida externa acontecem quando os governos não conseguem honrar os seus compromissos externos respeitantes a dívidas soberanas ou privadas (IMF, 1998).

As economias são cada vez mais interdependentes entre si pelo que as crises financeiras tendem a alastrar-se a outros países através de contágio. Há três canais de contágio, nomeadamente através, do comércio externo, do contágio financeiro e do contágio “puro” (Reisen, 2008).

O comércio externo (conhecido como “efeito monção”) afeta as pequenas economias abertas que são facilmente afetadas através do comércio de mercadorias, precisamente porque são mais dependentes do exterior. Os países de rendimento baixo também sofrem pelo “efeito monção” principalmente quando se aprofundam as recessões em países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico). O contágio financeiro ocorre quando o capital investido é repatriado, como aconteceu durante a crise asiática, quando os bancos japoneses pouco capitalizados cancelaram linhas de crédito de até 10% do PIB de uma só vez. O processo de desalavancagem mundial atinge principalmente os países em desenvolvimento e emergentes através de contágio financeiro. O contágio “puro” dá-se quando um colapso sistémico e simultâneo dos mercados monetários e bancários leva a aversão ao risco generalizada e o desprendimento de todos os ativos que não conseguem realizar garantias públicas, como aconteceu em 2008 (Reisen, 2008).

As crises financeiras que são causadas pelo “efeito monção” ou por contágio financeiro podem, em princípio, ser previstas através da monitorização das variáveis macroeconómicas comuns aos países economicamente integrados. Já o contágio “puro” é difícil de prever ou quantificar e atinge os países independentemente do nível de integração económica. Uma onda de contágio “puro”, no entanto, pode ser mais facilmente interrompida por políticas decisivas, contanto que os fundamentos económicos não sejam permanentemente danificados pelo contágio “puro”, que é suficiente para mudar as expectativas (Reisen, 2008).

A literatura têm distinguido três modelos teóricos de crises cambiais, crises de primeira, segunda e terceira geração.

As crises de primeira geração surgiram após o colapso do preço do ouro, uma importante âncora nominal antes da flutuação das taxas de câmbio na década de 1970, as crises da balança de pagamentos no México, Argentina e Chile na década de 1970 e inícios da década de 1980. Krugman (1979) e Flood e Garber (1984) foram grandes impulsionadores deste modelo onde uma crise cambial ocorre como resultado de uma política macroeconómica expansionista incompatível com uma taxa de câmbio fixa (Claessens & Kose, 2013), (Dabrowski, 2002).

Na segunda geração o ataque especulativo contra a moeda nacional é provocado pela ameaça de esgotamento das reservas de moeda internacional do banco central por causa da existência de um défice orçamental excessivo. A crise do SME em 1992 e a crise mexicana de 1994 propiciaram o aparecimento da segunda geração de modelos. O modelo foi proposto por Obstfeld em 1994, e outros autores, trabalhos se seguiram, nomeadamente, Velasco (1996), Obstfeld (1997), Drazen (1999), entre outros. Nestes modelos o governo pode otimizar as suas decisões com outras políticas, ou, desvalorizar a taxa de câmbio sem esgotar as suas reservas de moeda estrangeira (Claessens & Kose, 2013), (Dabrowski, 2002).

Uma série de novas crises no final da década de 1990 no continente asiático trouxe uma nova geração de modelos teóricos, a terceira geração, que visavam explorar como flutuações no preço dos ativos, incluindo nas taxas de câmbio, provocam rápidas deteriorações nos balanços e podem levar a crises cambiais (Dabrowski, 2002), (Claessens & Kose, 2013).

Os problemas do setor bancário trazem problemas monetários, desvalorizações, que por sua vez, agravam os problemas do sector bancário existentes e criam novos. Estamos perante um ciclo vicioso. Surgem as crises cambiais e bancárias em simultâneo, intituladas de crises gémeas, com consequências mais graves para a economia do que quando surgem em separado (Kaminsky & Reinhart, 1999).

Dapontas, em 2013, criou um modelo novo, diferente dos existentes para tentar explicar a crise financeira dos EUA, usando variáveis macroeconómicas e sociais. Considerou na

sua análise a influência da procura por petróleo e do mercado imobiliário para o desencadeamento da crise. Os resultados mostram que as variáveis *House Pricing Index* e *Oil Consumption* juntamente com a liberdade económica parecem explicar a alta volatilidade do dólar. Esta abordagem inovadora e mais ampla não se enquadra nos modelos anteriores, pelo que é uma proposta de quarta geração (Dapontas, 2013). Uma crise de quarta geração seria uma crise de terceira geração resultando numa crise de dívida soberana num contexto de assimetria de informação fomentada pelas inovações financeiras. Nas três primeiras gerações de crises o banco central tinha um papel limitado, apenas como prestador de último recurso. Nesta nova geração passa a ter um papel mais ativo e importante através da implementação de novas medidas: cortes significativos nas taxas de juro e o compromisso de as manter relativamente baixas durante um longo período; novas linhas de crédito; compra de ativos (Bastidon, et al., 2016).

2.5.1 Crise do Subprime

Durante a Grande Moderação, entre 1985 e 2007, os EUA tiveram apenas duas recessões ligeiras e curtas, em 1991 e 2001, apesar de ter sofrido inúmeros choques significativos, nomeadamente, o *crash* do mercado de ações em 1987, a Guerra do Golfo em 1991, a crise asiática de 1997, o colapso do fundo de *hedge Long Term Capital Management* de 1997, os ataques terroristas de 11 de setembro 2001, as guerras do Afeganistão e do Iraque, o choque petrolífero em 2006, etc.. A evidência empírica do período sugeriu que a economia americana se tornou estável por causa da eficiência do seu sistema financeiro, da correta e útil utilização das políticas monetárias e orçamentais, da diversidade de serviços da economia e da capacidade de criação de tecnologias que aumentam a produtividade. O estudo dos ciclos económicos de curto e longo prazo tornaram-se insignificantes, pois os economistas e estudiosos acreditavam que se tornaram algo do passado, estavam otimistas com a existência de uma “Nova Economia” (Knoop, 2015). Os economistas achavam que tinham tudo sob controlo e acreditavam que tinham entrado numa época de ouro da profissão. Num documento de 2008 *The State of Macro*, Olivier Blanchard declarou que o estado da macroeconomia estava bom, que as batalhas do passado tinham acabado e que se estava perante uma ampla convergência de visão. Robert Lucas no seu discurso presidencial para a *American Economic Association* em 2003 declarou que o problema da depressão/prevenção tinha sido resolvido. Ben Bernanke em 2004 celebrou a Grande Moderação na performance da economia nas duas décadas

anteriores e atribuiu em parte esse resultado às boas práticas na elaboração da política económica (Krugman, 2009a). Alan Greenspan declarou em 2004 que tanto as instituições financeiras individualmente como o próprio sistema financeiro como um todo se tornaram menos vulneráveis a choques e também mais resistentes a eles (Krugman, 2009b). Apesar do número crescente de crises financeiras em todo o mundo desde a década de 1970, de alguma forma, muitos pensaram que os EUA e outras economias desenvolvidas ficaram imunes e que algo como a Grande Depressão não voltaria a acontecer (Knoop, 2015).

Mas em 2007 tudo mudou e estas crenças caíram por terra. Estávamos à beira de uma crise como nunca se tinha visto antes, ou melhor, tudo que já vimos antes, de uma só vez: o “estouro” de uma bolha imobiliária comparável ao que aconteceu no Japão no final da década de 1980; corridas bancárias como na década de 1930; uma armadilha de liquidez como ocorreu também no Japão; e uma interrupção dos fluxos internacionais de capitais e a propagação de crises cambiais como aconteceu na Ásia no final dos anos 1990 (Krugman, 2009b).

Na década de 1980 os bancos de investimento perceberam que grandes grupos de hipotecas se comportavam de forma previsível. Através da diversificação, um conjunto suficientemente grande de hipotecas poderia ter um risco reduzido e o risco de incumprimento poderia ser quantificável, pelos analistas financeiros, mais facilmente. Os analistas perceberam que poderiam emitir obrigações, os *mortgage-backed securities* (MBSs), e arrecadar dinheiro junto de particulares para comprar grandes carteiras de hipotecas e usar os recursos obtidos com os pagamentos dessas hipotecas para fazer o pagamento de juros sobre esses títulos. Inicialmente as hipotecas eram consideradas bastante seguras: na década de 1990, a taxa de perda de mora sobre hipotecas foi de apenas 0,15% do total de empréstimos hipotecários. Mas o *boom* de empréstimos hipotecários e securitização de hipotecas dá-se na década de 1990. Em 2007 as hipotecas titularizadas representavam mais de 75% do total de hipotecas. Os MBSs forneciam um retorno maior que muitos títulos corporativos de risco percebido semelhante apesar de serem entendidas como de baixo risco devido à diversificação usada na sua construção. Tornaram-se muito atraentes e procurados por investidores individuais e institucionais o que fez crescer uma bolha de ativos no mercado de títulos MBSs (Knoop, 2015).

O governo desempenhou um papel crucial na facilitação da securitização criando a Government Mortgage Association (Ginnie Mae) e patrocinando e subsidiando outras duas organizações, a Federal Mortgage Association (Fannie Mae) e o Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) para ajudarem na securitização de hipotecas. Estas organizações emitiam os seus próprios MBSs e forneciam um seguro padrão em hipotecas titularizadas para outras instituições financeiras privadas. Em 2008 Fannie Mae e Freddie Mac garantiam cerca de metade de todas as hipotecas dos EUA o que representava mais de 5 triliões de dólares, mas com apenas capitais próprios no valor de 2% de valor segurado. Este envolvimento do governo no mercado de MBSs tinha por objetivo incentivar a aquisição de casa própria, reduzindo o risco e o custo das hipotecas dos empréstimos principalmente pelo alargamento dos prazos dos empréstimos e uma menor taxa fixa dos empréstimos hipotecários e também aumentar a oferta de crédito hipotecário (Knoop, 2015).

A securitização criou o mercado de hipotecas *subprime* onde os potenciais compradores com baixas classificações de crédito podem comprar casa com hipotecas no valor de 100% sobre os imóveis e sem mais qualquer garantia. Os mutuários no mercado *subprime* nunca teriam sido capazes de se qualificar para um empréstimo de hipoteca antes da securitização. Alguns destes mutuários obtiveram empréstimos mesmo não apresentando grandes rendimentos comprovados. No início de 2007 os empréstimos *subprime* eram responsáveis por 20% de todos os novos empréstimos (Knoop, 2015).

O *boom* da securitização e a bolha MBSs nos EUA e noutros países desempenharam um papel importante no financiamento de uma bolha imobiliária internacional. Entre 1997 e 2006, os preços nominais das habitações aumentaram mais de 100% na Austrália, Grã-Bretanha, Irlanda, Espanha e Suécia. Nos EUA o aumento foi de 85%. A dívida hipotecária aumentou conforme os preços da habitação subiram (Knoop, 2015).

A bolha da habitação era uma causa importante, se não a causa, da crise do *subprime* e da crise económica mais ampla já enfrentada. A perceção de que os preços dos imóveis só poderiam subir, ano após ano, estabeleceu uma atmosfera que incentivou credores e instituições financeiras a facilitarem as suas normas e padrões de risco. De acordo com a Standard & Poors e o *Case-Shiller Home Price Indices* os preços das casas caíram quase

15% em termos reais, corrigidos pela inflação desde o pico de 2006 até 2008, nos EUA. Em algumas cidades ou setores a queda real foi de 25% ou mais (Shiller, 2008).

Outros fatores são amplamente citados como a causa do *boom* imobiliário. O Fed (*Federal Reserve*-Banco Central dos EUA) baixou a taxa básica dos fundos federais para 1% em meados de 2003 e manteve-a até meados de 2004, período em que se registou o maior crescimento no preço das habitações. Além disso, a taxa real de fundos federais foi negativa para trinta e um meses, de outubro de 2002 a abril de 2005, período também ele de maior crescimento nos preços das casas. A política monetária do Fed e de outros bancos centrais pelo mundo foi impulsionada pelas condições económicas que foram criadas pelo “estouro” da bolha da década de 1990 no mercado de ações e o *boom* imobiliário era em si em alguns aspetos uma repercussão dessa mesma bolha do mercado de ações. Esta política frouxa não teria sido implementada se Alan Greenspan e outros envolvidos com a política monetária tivessem compreendido que estavam perante uma bolha imobiliária que corria o risco de “explodir”. Assim, a política monetária parece ter sido impulsionada, pelo menos em parte, pela mesma falta de entendimento de que levou à produção da própria bolha (Shiller, 2008).

Os cortes de juros não podem explicar, só por si, a tendência geral ascendente de nove anos verificada no mercado imobiliário porque o período de *boom* imobiliário durou três vezes mais que o período de baixas taxas de juro, e o *boom* imobiliário já estava acelerando quando o Fed em 1999 estava a aumentar as taxas de juro. Além disso, as taxas de juro de longo prazo, que determinam as taxas fixas convencionais hipotecárias, não responderam de forma significativa a estes cortes da taxa até 2001-2003 (Shiller, 2008).

O impacto da política monetária frouxa foi amplificado pelo grande número de hipotecas de taxa ajustável emitidos após 2000, especialmente para os mutuários *subprime*. Estas hipotecas eram mais sensíveis do que as hipotecas de taxa fixa aos cortes realizados pelo Fed nas taxas de juro. Hipotecas de taxa variável eram comuns o que acrescia risco ao contrato na parte do devedor, no entanto os mutuários aceitavam sem reservas este risco pois esperavam ser compensados pelo rápido aumento dos preços das casas, e acreditavam também que esses preços mais elevados lhes permitiria refinarçar, no futuro, a uma taxa de juro mais baixa. O período de aumento dos preços imobiliários

correspondeu a um momento em que a não-documentação na realização de empréstimos se tornou comum, momento em que os *adjustable rate mortgages* (ARMs) e outros tipos de novas hipotecas questionáveis proliferaram. Além disso, as agências de *rating* ao avaliarem as hipotecas de securitização persistiram em classificações “AAA” a títulos que numa análise mais pormenorizada eram vulneráveis mas sobre os quais pensavam que a diversificação era capaz de transformar em ativos sem risco (Shiller, 2008).

Outro fator frequentemente citado como uma causa da bolha imobiliária é o fracasso dos reguladores para controlar os empréstimos agressivos. Apesar de após o *boom* do preço das habitações em 1980, o governo dos EUA ter aprovado a lei *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act* de 1992 que por sua vez criou o *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) para supervisionar o risco das empresas patrocinadas pelo governo, nos seus relatórios anuais ao Congresso até 2007, o OFHEO nunca mostrou qualquer reconhecimento da existência de um *boom* imobiliário (Shiller, 2008).

Depois de terem atingido o seu auge no verão de 2006, segundo o *Case-Shiller Home Price Indices* o preço das habitações começou a cair tendo decrescido 3% até ao segundo trimestre de 2007, valor aparentemente pequeno mas que foi o suficiente para minar os pressupostos em que a explosão dos empréstimos *subprime* se basearam (*i.e.*, a constante valorização dos imóveis levaria a que os mutuários em dificuldades pudessem sempre refinanciar-se ou pagar a hipoteca com a venda da casa). Começaram os preços a descer e tornou-se difícil vender as casas levando a uma queda cada vez mais rápida do preço das casas e ao consequente aumento das taxas de incumprimento o que leva a que as entidades credoras comesçassem a acionar os seguros de crédito os *credit default swap* (CDSs) (Krugman, 2009b). Quando se tornou evidente que as seguradoras não seriam capazes de cumprir os seus compromissos, gerou-se um mecanismo de pânico já que se começou a antecipar a sua falência eminente (Kregel, 2008).

A 9 de agosto de 2007, o banco francês BNP Paribas suspendeu resgates de três dos seus fundos imobiliários o que hoje é entendido como o primeiro grande distúrbio dos mercados de crédito da Crise do *Subprime* (Krugman, 2009b).

A crise bancária foi-se desenvolvendo como um baralho de cartas atingindo um patamar importante quando o Tesouro americano obteve autorização do Congresso em julho de 2008 para atuar sobre Fannie Mae e Freddie Mac que, numa primeira fase, insistiu que não havia necessidade de intervenção (Pagano, 2008) para, a 7 de setembro estas duas instituições terem mesmo que ser nacionalizadas (Nanto, 2009) a que se seguiu a falência do Lehman Brothers, que foi a maior falência da história dos EUA e resultou da incerteza quanto à avaliação dos seus ativos, continuando até hoje a haver a dúvida se, devidamente avaliados este banco não poderia ter sido solvente (Pagano, 2008).

Com o eminente colapso da AIG a 16 de setembro de 2008 começou a intervenção dos governos. Assim, contrariamente ao caso do Lehman Brothers, o Fed não deixou a AIG, a maior companhia de seguros do mundo, colapsar e forneceu-lhe um empréstimo (inicialmente no valor de 85 mil milhões de dólares que aumentou para 123 mil milhões de dólares (Nanto, 2009)) com a opção de compra de 80% das suas ações, de substituir seus executivos e de eliminar quase a totalidade dos acionistas existentes (Pagano, 2008). A 18 de Setembro Henry Paulson, secretário do Tesouro dos EUA, pediu ao Congresso para alocar 700 mil milhões de dólares (5% do PIB dos EUA) na compra de ativos “tóxicos” dos bancos, o instrumento TARP (*Troubled Asset Relief Program*) aprovado a 3 de Outubro (Nanto, 2009), (Pagano, 2008).

Uma semana após a quebra do Lehman Brothers todos os grandes bancos, independentes, de investimentos nos EUA desapareceram. Uns fundiram-se com bancos comerciais, como o Merrill Lynch (adquirida pelo Bank of America a 14 de setembro (Nanto, 2009)), outros concordaram em se tornar uma *holding* bancária e ser regulada pelo Fed, (tal como o Goldman Sachs e o Morgan Stanley a 21 de setembro (Nanto, 2009)), em troca de empréstimos. Além disso, muitos bancos comerciais ou foram forçados a fundirem-se, como Wachovia (adquirida pela Wells Fargo a 3 de outubro (Nanto, 2009)) ou colapsaram como aconteceu com o Washington Mutual, (a 26 de setembro (Nanto, 2009)), que foi a maior falência bancária da história americana. Enquanto a recessão começou tecnicamente em dezembro de 2007, foi durante o pico da crise financeira em setembro de 2008 que o colapso da economia real se sentiu verdadeiramente. O crescimento do PIB no quarto trimestre de 2008 foi de - 6,3%, a maior contração trimestral em mais de 25 anos. O desemprego também atingiu máximos de 25 anos até março de 2009. O emprego

caiu em mais de 600 mil por mês nos primeiros três meses de 2009, a primeira vez que a economia americana perdeu tantos postos de trabalho num período de tempo tão curto desde a Grande Depressão de 1929. O mercado de ações caiu para mínimos de 10 anos e os preços dos imóveis caíram 30% abaixo do recorde anterior. O mais assustador para muitos economistas não foi o que aconteceu, mas a rapidez e forma esmagadora de como aconteceu (Knoop, 2015).

Nenhuma economia escapou aos efeitos da Crise do *Subprime*. O Japão e grande parte da Europa sofreram recessões entre 2008 e 2009. Os países menos desenvolvidos contraíram também, o crescimento na África Subsariana caiu 5% em 2008 e 2% em 2009, levando cerca de 7 milhões de pessoas à pobreza (Knoop, 2015). O produto mundial contraiu, passando de uma taxa de crescimento de 3,9% em 2007 para uma contração de - 2,1% em 2009. Esta contração foi bastante mais acentuada nos países desenvolvidos com uma taxa de crescimento de 2,9% em 2007 que passou para uma taxa de - 3,5% em 2009, enquanto que os países subdesenvolvidos apenas reduziram a taxa de crescimento de 6,6% em 2007 para 5,2% em 2009. A contração da economia mundial foi acompanhada pelo aumento na taxa de desemprego, registando-se em 2007 uma taxa de 5,4% que aumentou para 6,2% em 2009. Este aumento foi mais evidente nos países de rendimento elevado, nos quais a taxa de desemprego passou de 5,8% em 2007 para 8,1% em 2009. Por outro lado, nos países de baixo rendimento esse aumento foi apenas de duas décimas, passou de 5,0% para 5,2%. Relativamente ao comércio internacional, no período de 2002 a 2008, registou-se uma taxa de crescimento média de cerca de 4% para a economia mundial e para as economias de rendimento elevado. Contudo, entre 2008 e 2009 quebra-se esta tendência e ambas registam uma forte contração que ronda os - 14%. Quanto aos países de baixo rendimento registaram um crescimento de 3% entre 2002 a 2008 e uma quebra de 11%, de 2008 para 2009 (dados The World Bank, 2016).

No entanto, o país que mais sofreu com a crise financeira global foi a Islândia. Os seus três grandes bancos desmoronaram, na mesma semana, em outubro de 2008 e foi o primeiro país desenvolvido a solicitar ajuda ao FMI em 30 anos. O sistema financeiro islandês estava arruinado, o PIB caiu, muitas empresas entraram em falência, outras pensaram em se mudar para o exterior, um terço da população considerava emigrar, os governos britânico e holandês exigiam compensações, valores esses correspondentes a

mais de 100% do PIB islandês (Danielsson, 2008). Deu-se rapidamente uma fuga de capitais, a coroa desvalorizou 43% nos primeiros 10 meses de 2008, o valor real da dívida subia à medida que a coroa caía, destruindo a riqueza e os fundamentos financeiros. Em setembro de 2008, a dívida total da Islândia (privada e soberana) era 10 vezes o seu PIB. Os preços das ações caíram 90%, os mercados de obrigações de dívida pública cessaram, os bancos fecharam as suas portas e os mercados cambiais “secaram” pois a procura pela coroa desapareceu (Knoop, 2015).

A Irlanda foi o primeiro país da Zona Euro a entrar em recessão conforme declarado pelo *Central Statistics Office Ireland* com o consequente colapso de seus mercados imobiliário e de construção. Desde o pico em 2007, os preços médios das casas caíram 50%. O número de desempregados ascendeu a 326 mil em janeiro de 2009, o nível mensal mais alto desde que há registros. O *Irish Stock Exchange* depois de alcançar 10 mil pontos em abril de 2007, situava-se em 1987 pontos a 24 de fevereiro de 2009, valor mais baixo em 14 anos. Depois de médias de crescimento do PIB de 6% entre 1995 e 2007 a atividade económica na Irlanda caiu drasticamente com a eclosão da crise global em 2008, caindo o seu PIB em mais de 3% nesse ano, cerca de 9% em 2009, e em 2010 1% (Lin, et al., 2014).

3 Estudo Empírico: a Islândia

3.1 Caracterização Geral

Nesta subsecção faz-se uma breve caracterização da Islândia com recurso ao relatório de 2014 do Banco Central da Islândia, (The Central Bank of Iceland, 2014).

A Islândia é um país nórdico insular europeu situado no Atlântico Norte entre a Noruega, a Escócia e a Gronelândia. É a segunda maior ilha da Europa e a terceira maior no Oceano Atlântico, com uma área terrestre de cerca de 103 mil quilómetros quadrados, um litoral de 4970 quilómetros e 200 milhas náuticas de zona económica exclusiva (ZEE) e tem uma população de quase 326 mil habitantes. A sua capital e maior cidade é *Reykjavík*, cuja área metropolitana abriga cerca de 37% da população total. Devido à sua localização na dorsal meso-atlântica, a Islândia tem uma grande atividade vulcânica e um importante gradiente geotérmico que afeta muito a sua paisagem e que se traduz em recursos naturais abundantes, geotérmicos, energéticos e hidroelétricos mas que faz com que apenas 20% da área total seja terra arável. A língua oficial é o islandês, contudo outras línguas estrangeiras, como por exemplo o inglês e o dinamarquês são valorizadas e a moeda oficial é a coroa islandesa (ISK). É um país desenvolvido e está entre as economias mais desenvolvidas do mundo, ocupando em 2014 a décima sexta posição segundo o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) (UNDP, 2015).

A Islândia é um estado social moderno que garante aos seus cidadãos o acesso universal aos cuidados de saúde, à educação e à proteção social. Os gastos com saúde, educação, segurança social, bem-estar, e outros assuntos sociais totalizaram 31,3% do PIB em 2012. A expectativa de vida, que está entre as mais altas do mundo, e uma das taxas de mortalidade infantil mais baixas do mundo (0,9 por 1.000 nascidos vivos em 2013) atestam o estado avançado dos cuidados de saúde na Islândia. O nível de educação é alto, e a educação pública é obrigatória e gratuita entre as idades dos 6 aos 16 anos. Bom domínio do inglês e das línguas escandinavas é generalizado. Na Islândia, como na maioria dos países da OCDE, as matrículas nas universidades dos que completaram o secundário aumentaram substancialmente nos últimos anos. Em 2013, 35% da população adquiriu um diploma universitário, contra 24% em 2000. A proporção de matrículas de pré-escola é também uma das maiores entre os países da OCDE.

O Banco Central da Islândia foi estabelecido por uma lei do Parlamento em abril de 1961. Nos termos da lei, o Banco Central é propriedade do Estado, mas uma instituição independente relativamente à meta de inflação e ao regime de taxa de câmbio que, no entanto, precisam ser ratificados pelo Ministro das Finanças e Assuntos Económicos.

A Islândia é um membro do Conselho Nórdico e do *Nordic Investment Bank*. Tornou-se membro da ONU (Organização das Nações Unidas) em 1946 e é um dos membros fundadores das instituições de *Bretton Woods*, estabelecidas em 1945, o FMI e o BERD (atual Banco Mundial-BM). A Islândia é um dos membros iniciais da OCDE. Juntou-se ao Conselho da Europa em 1950 e participou na Organização para a Segurança e Cooperação na Europa desde o seu início em 1975. Em 1964, a Islândia tornou-se parte do GATT (atual Organização Mundial do Comércio-OMC). Em 1970, juntou-se à EFTA (*European Free Trade Association*), e realizou um acordo de livre comércio com a CEE (Comunidade Económica Europeia) em 1972. Em maio de 1992, os estados membros da EFTA e da UE, assinaram um acordo para estabelecer uma zona de livre circulação de bens, serviços, capitais e pessoas, no Espaço Económico Europeu (EEE), que entrou em vigor a 1 de janeiro de 1994. A Islândia participa em inúmeros tratados de livre comércio com outros países através de membros da EFTA. Além disso, a Islândia aprovou acordos bilaterais de livre comércio com a China, Gronelândia e Ilhas Faroé. É, também, um membro fundador da NATO (*North Atlantic Treaty Organization*), criada em 1949. Em julho de 2009, a Islândia apresentou um pedido formal de adesão à UE, após o Parlamento votar a favor do pedido de adesão. Em julho de 2010 as negociações com a UE foram formalmente iniciadas. Mas em junho de 2013 o governo decidiu, colocar as negociações em espera, e em fevereiro de 2014, foi apresentada no Parlamento uma proposta para retirar o pedido de adesão à UE.

3.2 Enquadramento macroeconómico até 2008

Durante o séc. XX, a Islândia passou de um dos países mais pobres da Europa para um dos mais ricos. Este desenvolvimento ocorreu ao longo de vários períodos de iniciativa e desenvolvimento com a participação do governo (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

O desenvolvimento económico da Islândia começa principalmente depois da II Guerra Mundial com a construção de infraestruturas básicas, processo que acelerou no início de

1970 quando surgiram os pioneiros na exportação de pescado, primeiro em bruto e, depois, processado o que levou a que a exportação de produtos, em oposição às exportações de matérias-primas, aumentassem de forma constante na década de 1980. Ao mesmo tempo, surgiram indústrias de elevada tecnologia que se aproveitaram de uma população com elevado nível de escolaridade, tais como próteses e medicamentos genéricos (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

Várias tentativas foram feitas para criar um mercado de ações públicas na Islândia, mas esse mercado só se estabeleceu a partir de 1990, quando as primeiras ações foram listadas no *Iceland Stock Exchange*. No início, o mercado de ações da Islândia cresceu lentamente e um terço das empresas listadas pertenciam à indústria de pesca, e em 1997 o seu valor relativo atingiu o seu pico, 40% do PIB (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

Em 1991, começou uma campanha em grande escala de liberalização económica e de privatizações. O processo culminou com a privatização de bancos estatais que quase imediatamente “incharam” em tamanho, abrindo sucursais ou filiais em vários países europeus (Jóhannesson, 2015). A privatização do sistema bancário (entre 1998 e 2003) criou mais oportunidades para os empresários islandeses. O acesso ao investimento doméstico e posteriormente ao investimento de capital estrangeiro melhoraram, e a capacidade de investimento da economia multiplicou-se. Após a privatização surgiram três bancos que, cresceram rapidamente através do aumento da atividade no exterior (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

Os empréstimos da Islândia nos mercados internacionais de crédito durante o período de 2003 a 2007 impulsionaram uma expansão macroeconómica, bem como a expansão rápida do sector bancário principalmente com negócios no exterior. O tamanho do sector bancário tornou impossível ao Banco Central Islandês agir como um prestador de última instância, bem como a capacidade do Estado para, em caso de crise, reforçar o seu capital. Assim, o sistema bancário ficou vulnerável ao “estouro” da bolha de preços de ativos domésticos (Zoega, 2008).

A expansão e o tamanho dos bancos teve um grande impacto sobre a economia islandesa a ponto de o lucro registrado dos bancos se ter tornado várias vezes maior do que o valor obtido com as exportações de pescado (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

No entanto, durante este período de crescimento grandes desequilíbrios se desenvolveram. O déficit em conta corrente chegou a 24% do PIB em 2006, quase o maior do mundo e os ativos dos três principais bancos do país subiram de 1,7 vezes do PIB em 2003 para quase 9,0 vezes do PIB no final de 2007, perdendo apenas para a Suíça (Mercille, 2015).

Buiter e Sibert em 2008 caracterizaram a Islândia como uma economia pequena, com a sua própria moeda, com um sector bancário grande e capacidade fiscal limitada, um quarteto vulnerável traduzido num “modelo de negócio” insustentável para a Islândia. Com a maioria dos ativos e passivos do sistema bancário em moeda estrangeira, e com uma grande quantidade de passivos em moeda estrangeira com vencimento a curto prazo, a Islândia precisava de um credor em moeda estrangeira de último recurso e um criador de mercado de último recurso para evitar a falta de liquidez de financiamento ou a falta de liquidez do mercado para não colapsar o seu enorme sistema bancário em face da crise americana do *subprime*. Sem um credor eficaz de último recurso e criador de mercado de último recurso, capaz de fornecer liquidez suficiente ao sistema, o sistema bancário, ainda que solvente, desmoronou (Buiter & Sibert, 2008).

3.3 A Crise de 2008 e o pós crise

No outono de 2008, o sonho de riqueza ilimitada terminou de repente, com a falência do Estado islandês. A taxa de câmbio da coroa islandesa caiu, os três grandes bancos islandeses, Landsbanki, Kaupthing e Glitnir, foram nacionalizados, a taxa de desemprego disparou, e a taxa de inflação chegou a 18% no final de 2008. Em poucos meses, os islandeses perderam não só a riqueza que tinham acumulado durante o *boom* de curta duração, mas também uma boa parte das poupanças que acumularam durante muitos anos (Bagus & Howden, 2011).

Tudo começou com movimentos suspeitos de ministros e governadores dos bancos centrais na cidade tranquila de *Reykjavík* na manhã de sábado, 27 de setembro e terminou com o fecho de 9 a 13 de outubro do mercado de ações na Islândia que, quando reabriu na terça-feira 14 de outubro, tinha perdido 67% da capitalização bolsista (Zoega, 2008).

A crise de crédito tinha dizimado muitas empresas listadas na bolsa de valores, incluindo os maiores clientes dos bancos, prejudicando as carteiras de empréstimos bancários (Bagus & Howden, 2011).

A crise económica traduziu-se no aumento do desemprego e da falência das empresas não financeiras que eram fortemente alavancadas com empréstimos, principalmente em moeda estrangeira, para financiar investimentos e aquisições fossem elas companhias de navegação, tais como Eimskip (estabelecida em 1914), companhias aéreas como a Icelandair (fundada em 1943), ou empresas exportadoras de peixes (Zoega, 2008).

Em resposta à crise cambial, a 28 de novembro, novas regulamentações foram impostas para controlar a movimentação de capitais. Os investidores, tanto nacionais como estrangeiros, só podiam mover capital dentro e fora da Islândia com uma licença do Banco Central (Bagus & Howden, 2011). Além disso, o Banco Central da Islândia recorreu a *swaps* concedidos pelos bancos centrais da Dinamarca e da Noruega, de 200 milhões € cada e empréstimos das Ilhas Faroé, Noruega e Polónia foram anunciados no final de outubro e início de novembro, dando tempo aos islandeses e reservas para pagar as importações e bens essenciais. Foi especialmente importante assegurar que o comércio de importações permanecesse robusto, uma vez que a Islândia importa quase todos os bens comercializáveis, exceto peixes, produtos lácteos e carne (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

Finalmente, a 19 de novembro foi alcançado um acordo com o FMI. O pacote de resgate de 4,6 mil milhões de dólares, composto por 2,1 mil milhões de dólares do FMI e 2,5 mil milhões em empréstimos e *swaps* de moeda da Noruega, Suécia, Finlândia e Dinamarca (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

No dia seguinte, a Islândia recebeu um empréstimo conjunto adicional de 5 mil milhões € da Alemanha, do RU e dos Países Baixos para pagar aos depositantes do Icesave nesses países. A dívida adicional imposta ao governo islandês por este empréstimo e o pacote de empréstimo do FMI em conjunto ascenderam a quase 36 mil dólares por cidadão islandês (Bagus & Howden, 2011).

Só graças a esses empréstimos de resgate foi possível estabilizar a coroa, garantir as importações essenciais, e ganhar tempo suficiente para reestruturar a economia. Quando

o mercado de câmbio interbancário islandês reabriu a 2 de dezembro, a coroa, que havia caído em mais de 58% durante 2008 subiu para 153,3 ao euro. Em janeiro de 2009 ela finalmente estabilizou. Tecnicamente o sector bancário manteve-se na falência, mas funcional graças a créditos externos (Bagus & Howden, 2011).

No final de 2009 o sistema bancário da Islândia estava arruinado, o PIB tinha caído 10%, muitas empresas enfrentavam a falência, outras pensavam mudar-se para o exterior, um terço da população considerava emigrar, o governo britânico e holandês exigiam uma indemnização no valor de mais de 100% do PIB islandês (Danielsson, 2008).

Após o período de contração de 2008/2009, a economia reapareceu fortalecida, com uma nova geração de empresas de conhecimento intensivo, capazes de reabsorver a mão-de-obra libertada do sector bancário (Jónsson & Sæmundsson, 2015).

4 Estudo Empírico: a Irlanda

4.1 Caracterização Geral

Nesta subsecção faz-se uma breve caracterização da Irlanda com recurso à Enciclopédia Mundial (Enciclopédia Mundial, 2016) e ao *site* da UE (União Europeia, 2016).

A ilha da Irlanda ou *Éire* é constituída pela Irlanda e pela Irlanda do Norte. A Irlanda do Norte pertence ao Reino Unido (RU). O estudo debruça-se sobre a Irlanda, estado soberano que ocupa cerca de cinco sextos da ilha, com uma extensão terrestre de cerca de 70 mil quilómetros quadrados e uma população de cerca de 4,8 milhões de habitantes (CSO, 2016) em 2015. Dublin é a capital e a maior cidade do país. A Irlanda possui uma importante faixa costeira, é banhada a oeste pelo oceano Atlântico e a sul pelo mar Céltico. O Mar da Irlanda separa a leste a Irlanda da Grã-Bretanha. A costa ocidental consiste principalmente de arribas, colinas e montanhas baixas enquanto o interior do país é composto principalmente por terras agrícolas relativamente planas, rios e lagos. Apenas cerca de 15% da terra é arável. O centro do país faz parte da bacia hidrográfica do principal rio, o Shannon. Grande parte da Irlanda foi coberta de gelo durante o período Pleistoceno o que modificou o padrão de drenagem criando condições para águas subterrâneas o que facilita o crescimento das turfeiras. A flora é limitada e as gramíneas abundam, devido ao ar húmido, dando enfoque à prevalência da cor verde nos seus campos. A língua oficial é o irlandês (ou gaélico) e o inglês é também aceite como a segunda língua oficial. O euro (EUR ou €) é a moeda oficial do país.

A Irlanda entrou para a CEE em 1973, atual UE, em 1992 a população aprovou a assinatura do Tratado de *Maastricht*, em 1993 o governo irlandês e britânico assinaram uma declaração de paz conjunta, *Downing Street Declaration*, que afirmava o direito de auto-determinação à Irlanda do Norte. Em 2008 a Irlanda referendou o Tratado de Lisboa, único dos 27 Estados-Membros (EM) a fazê-lo, e foi rejeitado, posteriormente em 2009 aprova o Tratado. Também faz parte da OCDE, do Conselho da Europa, da OMC e da ONU. Em 2015, através de refendo nacional, torna-se no primeiro país do mundo a legalizar o casamento homossexual.

A Irlanda é um país desenvolvido e está no role dos países mais desenvolvidos do mundo, ocupando o 6º lugar segundo o IDH, em 2014. Em 2014, a esperança média de vida à

nascença é de 80,9 anos, a licença de maternidade é comparticipada na totalidade pelo estado em 182 dias, a média de anos de estudo para adultos com 25 e mais anos é de 12,2 anos, o número de anos que uma criança em idade de entrada na escola pode esperar receber se os padrões se mantiverem é de 18,6 anos, a percentagem de adultos com mais de 25 anos que atingiu o nível secundário foi de 80,5% no total de mulheres e de 78,6% no total da população masculina (UNDP, 2015).

4.2 Enquadramento macroeconómico até 2008

Aquando da adesão à CEE, em 1973, a Irlanda era o país mais pobre da comunidade, e permaneceu aquém do nível de crescimento económico dos outros EM até ao final da década de 1980 (Regling & Watson, 2010). No final da década de 1980 a Irlanda encontrava-se perante uma grande depressão da qual não parecia haver saída (Coulter, 2003). O aumento acentuado do desemprego, chegou atingir 20% no final da década de 1980, (O'Hearn, 2003), levou à emigração de muitos jovens e a dívida nacional *per capita* (*pc*) foi durante algum tempo superior à de qualquer outro estado do mundo. Com este pano de fundo, o desempenho económico irlandês posterior parece quase incompreensível. Ao longo da década de 1990 o PIB *pc* cresceu em média 7% a cada ano o que fez com que em 1996 a economia irlandesa tenha ultrapassado, pela primeira vez na história, a economia do RU em termos de PIB *pc* e no ano seguinte a média da UE. Com a crescente evidência da existência de um *boom* em meados da década de 1990, muitos analistas procuraram caracterizar a natureza das mudanças em curso. No verão de 1994, Kevin Gardiner, do banco de investimentos Morgan Stanley em Londres, comparou o desempenho da Irlanda com o desempenho das economias do Sudeste da Ásia, denominadas como os “Tigres Asiáticos” sugerindo a designação de “Tigre Celta” para a Irlanda (Coulter, 2003).

O progresso irlandês durante a década de 1990 foi atribuído a uma série de decisões políticas nomeadamente a prudência fiscal na década de 1980, os cortes nas despesas públicas, a introdução de escolaridade formalmente livre no final da década de 1960, (Coulter, 2003), e a persistência dos governos anteriores de uma política de educação dos trabalhadores em habilidades de TI (O'Hearn, 2003), o que foi essencial para captar investimentos por algumas das maiores e mais dinâmicas empresas multinacionais do mundo (Coulter, 2003). Durante a década de 1990 a Irlanda conseguiu diminuir a taxa de

desemprego de cerca de 20% em 1994 para cerca de 4% no final da década (O'Hearn, 2003).

A década de 1990 foi um período de crescimento para a economia dos EUA, particularmente em computadores e tecnologias relacionadas com a saúde o que a economia irlandesa aproveitou (O'Hearn, 2003). As principais multinacionais, nomeadamente norte-americanas, que queriam produzir na e para a UE instalaram-se, então, na Irlanda que tinha uma força de trabalho altamente escolarizada e a taxa de imposto sobre as empresas era a mais baixa da UE (Coulter, 2003), 10% em comparação com 30% a 40% nos restantes países europeus (O'Hearn, 2003).

O crescimento económico irlandês da década de 1990 deveu-se a um conjunto único de circunstâncias (principalmente exógenas) centradas num fluxo maciço de empresas subsidiárias americanas, que não podiam ser replicadas noutros países. Sem estas circunstâncias especiais, toda a estabilidade macroeconómica do mundo não chegaria para que a Irlanda alcançasse um crescimento económico tão rápido que promovesse a convergência com as economias mais prósperas da UE ou da OCDE (O'Hearn, 2003).

Na primeira metade da década de 1990, a Irlanda atraiu cerca de 40% do investimento eletrónico americano na Europa e as multinacionais foram diretamente responsáveis por 45% do crescimento económico irlandês (O'Hearn, 2003).

Na década de 2000, começa uma fase caracterizada pela financeirização da economia e por um *boom* imobiliário, alimentado pelo crédito. Por exemplo, entre 1994 e 2006 os preços em termos reais dos edifícios residenciais triplicou, o maior aumento verificado nas economias avançadas. Nesta década o crédito tornou-se mais acessível e disponível devido à queda significativa das taxas de juro (incluindo para hipotecas) provocada pela entrada da Irlanda na UEM. Como os empréstimos domésticos aumentaram de forma substancial, os depósitos bancários tornaram-se insuficientes para sustentar o financiamento, havendo a necessidade das instituições bancárias preencherem esta lacuna do financiamento por meio de empréstimos no exterior que, em seguida, dirigiram para o mercado imobiliário nacional. O mercado interbancário do RU era a principal fonte de financiamento para os bancos irlandeses. Além disso, uma série de incentivos fiscais para o sector da construção foram promulgados. As taxas de imposto de selo foram reduzidas

várias vezes até 2007 e fizeram-se concessões significativas para muitas categorias de investimentos em construção, levando a excesso de construção e altas taxas de desocupação (Mercille, 2015).

Como resultado, os empréstimos bancários aumentaram a partir do final da década de 1990 até 2007 e alimentaram uma bolha imobiliária. Os empréstimos por bancos irlandeses aumentaram de um depósito de 120 mil milhões € em empréstimos e adiantamentos a clientes em 2000 (1,1 vezes o PIB) para cerca de 400 mil milhões € em 2007 (2,2 vezes o PIB). Os empréstimos relacionados com a propriedade cresceram significativamente mais rápido do que os empréstimos a outros sectores, com um aumento de quase 200 mil milhões € entre 2002 e 2008 e representando 80% de todo o crescimento de crédito ao longo do período (Mercille, 2015).

Entre 1996 e 2005, mais de meio milhão de unidades habitacionais foram construídas e, até 2007, a Irlanda juntamente com a Espanha, produziram mais de duas vezes mais unidades *per capita* do que no resto da Europa (Mercille, 2015).

4.3 A crise de 2008 e o pós crise

A Irlanda, que na década de 1990 foi apelidada de o “Tigre Celta” devido ao seu elevado crescimento económico não escapou ao contágio da Crise do *Subprime*. Com a profunda crise financeira mundial e a forte desaceleração económica nos seus principais parceiros comerciais a Irlanda foi severamente afetada, entrando em recessão. A Irlanda foi o primeiro estado da Zona Euro a entrar em recessão conforme declarado pelo *Central Statistic Office* da Irlanda (Lin, et al., 2014). Esta, apesar de importada, foi agravada pelo colapso do mercado imobiliário irlandês, com uma queda média de 50% nos preços, e do sector de construção, levando à implosão da bolha imobiliária que, tendo impacto negativo no balanço dos bancos, originou uma crise bancária que já era antecipável por causa do elevado grau de abertura da economia, a forte dependência do mercado externo, a política fiscal e regulatória, o *corporate governance* e a supervisão financeira e bancária (Regling & Watson, 2010).

A crise financeira teve impacto muito negativo no valor das empresas cotadas. Assim, depois do *Irish Stock Exchange* ter alcançado em abril de 2007 um pico de 10000 pontos caiu até 24 de fevereiro de 2009 e atingiu um mínimo de 1987 (Lin, et al., 2014).

Durante a crise a atividade económica irlandesa, medida pelo PIB, caiu desde o início da crise em cerca de 12%, 3% em 2008, cerca de 8% em 2009 e 1% em 2010 (Lin, et al., 2014), valor idêntico ao verificado na Islândia.

O governo reagiu à recessão económica através do resgate aos bancos em situações problemáticas e, também, através de estímulos fiscais. Confrontados com receitas drasticamente reduzidas e um défice orçamentário crescente, o governo irlandês apresentou o primeiro de uma série de orçamentos restritivos em 2009, incluindo elevados cortes nos gastos em geral, reduções salariais para todos os funcionários públicos, e cortes de bem-estar social e gastos de capital (Lin, et al., 2014), procurando uma redução de 15 mil milhões € no défice público (Guillén, 2015). Estas medidas nominais restritivas procuraram uma desvalorização interna da taxa de câmbio real conseguida na Islândia com a desvalorização da moeda.

No final de 2010 o governo irlandês pede ajuda monetária à UE e ao FMI. O resgate à Irlanda foi formalmente anunciado a 28 de novembro no valor de 85 mil milhões € dos quais 10 mil milhões € são para "recapitalização imediata" do sistema bancário e 25 mil milhões € para apoio de contingência para o sector bancário (Guillén, 2015).

A Irlanda é um exemplo para o ajustamento em câmbios fixos via austeridade. Um agravamento das pensões e salários traduziu-se num corte de 14% nos pagamentos líquidos de imposto aos empregados do sector público, enquanto que o número de efetivos foram reduzidos em cerca de 15000 entre 2008 e 2010. Um congelamento de salários foi posto em prática como parte dos acordos de Serviço Público (também conhecidos como os acordos de *Croke Park*), que incluíram uma série de reformas destinadas a tornar o trabalho mais barato e mais "flexível", através de uma reafecção geográfica, mais horas de trabalho, maior monitoramento de desempenho, suspensão de recrutamentos e de promoções. O pagamento de contas do setor público foi, assim, reduzido em cerca de 1,5 mil milhões € entre 2010 e 2012. O governo, também, procedeu à privatização de empresas públicas o que oferece aos investidores oportunidades em setores como transporte público e direitos de exploração nas florestas (Mercille, 2015).

O governo também implementou redução de despesa na saúde, na educação, na ciência, infantil, nos apoios sociais como o abono de família, no subsídio de desemprego e nas

despesas de capital. Também aumentou os impostos como o IVA e criou novos impostos (Mercille, 2015).

5 Islândia *versus* Irlanda

Em resposta à crise financeira de 2008 é difícil encontrar dois países cujas políticas adotadas tenham sido tão divergentes e portanto, tenham dividido tanto as opiniões. A Islândia e a Irlanda foram dois dos países mais afetados pela restrição de liquidez no mercado em 2008 que interessa estudar porque um viveu o ajustamento em câmbios flexíveis e outro em câmbios fixos. Agora, as questões científicas que interessam responder é saber qual dos dois países teve o ajustamento mais rápido; em qual deles as perdas/ganhos foram maiores; e qual deles se saiu melhor no processo de ajustamento para, assim, avaliar até que ponto é possível uma pequena economia aberta como Portugal responder a uma crise assimétrica dentro da Zona Euro.

Relativamente à Islândia, o facto de estar fora da Zona Euro conferiu-lhe duas vantagens, nomeadamente, não ter que seguir a política rigorosa do BCE (Banco Central Europeu) relativa à manutenção de uma baixa taxa de inflação e não ter tido a pressão da Comissão Europeia e do BCE para a adoção de programas de austeridade rigorosos porque, tendo a sua própria moeda, a desvalorização permitiu-lhe uma resposta mais automática para a crise. A Irlanda, por estar dentro da Zona Euro, teve a vantagem de ter facilmente obtido um financiamento avultado (o resgate) com a necessidade de implementar políticas restritivas em termos nominais (cortes de salários e de gastos públicos). Agora, é preciso olharmos para a forma como evoluíram os principais indicadores macroeconómicos em ambos os países para podermos concluir se o ajustamento da economia islandesa, em câmbios flexíveis, foi melhor do que o da economia irlandesa, com câmbios fixos aos seus principais parceiros comerciais.

Para uma melhor perceção da evolução desses indicadores, utilizar-se-ão dados entre 2000 e 2015. Os dados correspondentes à Irlanda serão apresentados a azul enquanto os dados correspondentes à Islândia apresentam a cor vermelha. Os dados utilizados foram obtidos nos sítios do Banco Mundial (dados The World Bank, 2016) e da OCDE (dados OECD, 2016), sendo que os gráficos e o tratamento estatístico é da minha responsabilidade.

No gráfico 1, abaixo, apresentamos a taxa de crescimento do PIB (a preços constantes), ou seja, do PIB real. Usamos o PIB real pois só assim teremos uma perceção correta da

evolução do crescimento económico dos países. Podemos verificar que no período anterior à crise, entre 2000 e 2008, os dois países apresentaram uma taxa de crescimento média idêntica, 4,9% ao ano a Islândia e 4,8% a Irlanda, que no período de ajustamento a contração máxima do PIB relativamente ao pico também foi idêntica, 7,7% a Islândia e 8,1% a Irlanda e que nos 5 anos posteriores à crise, o PIB também recuperou de forma semelhante, 13,5% a Islândia e 10,1% a Irlanda (dados The World Bank, 2016). Notar que na Irlanda, nas séries do Banco Mundial o efeito da crise se faz notar um ano mais cedo que no caso da Islândia.

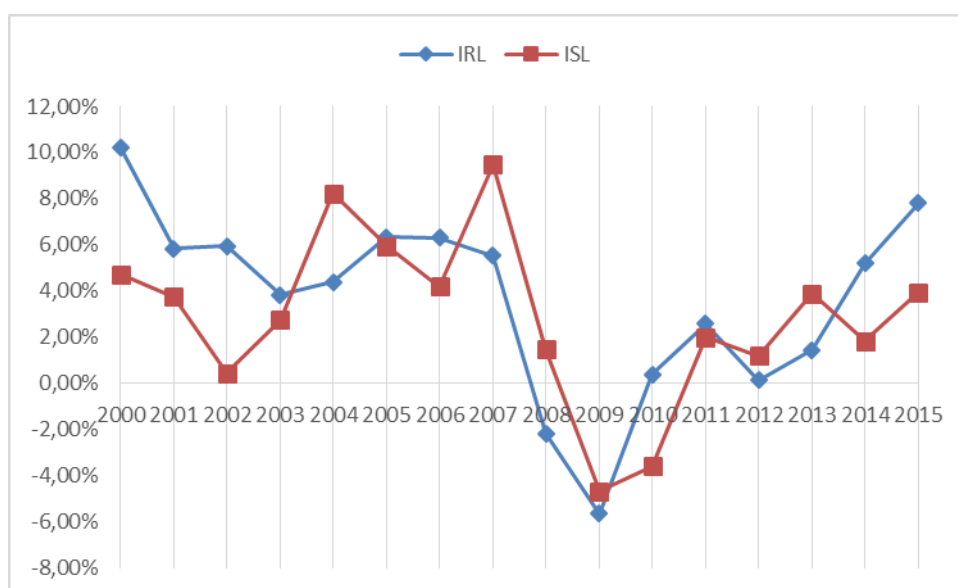


Gráfico 1: Taxa de Crescimento do GDP (*constant LCU*) (Adaptado da Ref.(dados The World Bank, 2016))

Através do gráfico podemos verificar que a Islândia teve uma maior queda de 2007 para 2009, invertendo a tendência em 2010, já na Irlanda essa inversão foi bastante mais acentuada. No entanto, em 2012, ambos voltaram a inverter a tendência de crescimento. A Islândia recuperou em 2013, mas em 2014 voltou a decrescer, recuperando novamente em 2015, terminando neste ano com uma taxa de crescimento de cerca de 4,0%. A Irlanda cresceu continuamente desde 2012, terminando com uma taxa de crescimento de 7,8% em 2015.

No gráfico 2 apresentamos o PIB a preços constantes considerando que ambos valem 100 pontos no ano 2007. Foi escolhido o ano de 2007 por ser o ano que antecedeu a crise nos dois países (apesar de os efeitos na Islândia terem sido observados um pouco mais tarde) e portanto, o que melhor expressará uma melhor comparação entre a evolução do PIB das

duas economias. De 2001 a 2007 o desempenho das duas economias é muito semelhante, uma contração de 7,7% na Islândia e de 8,1% na Irlanda, também depois da crise, apesar de a contração do PIB islandês ter acontecido um pouco mais tarde, o comportamento do PIB real é muito semelhante, e recuperou nos 5 anos depois da crise de forma semelhante, 13,5% a Islândia e 10,1% a Irlanda. Em 2015 a economia irlandesa teve um crescimento muito significativo mas este valor não tem comparação com o valor islandês porque os efeitos da crise observaram-se na Islândia exatamente um ano mais tarde. Atualmente, a economia irlandesa está 9,6% acima do pico anterior à crise e a islandesa apenas 4,3% (dados The World Bank, 2016).

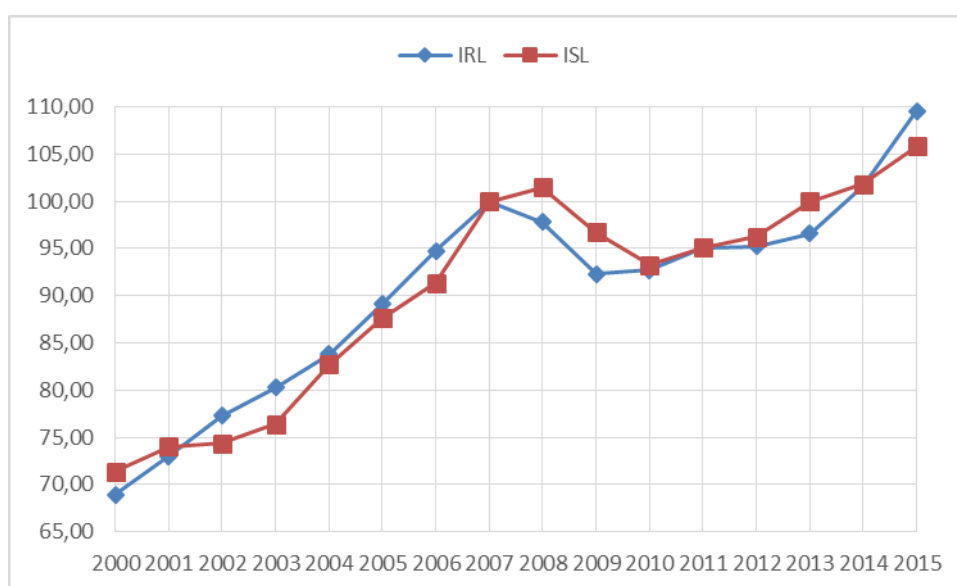


Gráfico 2: GDP (*constante LCU*) (2007=100) (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Em termos de comportamento do crescimento económico, podemos concluir que o comportamento das duas economias foi muito semelhante, não podendo ser afirmado que um regime cambial supera o outro regime cambial no processo de ajustamento após um choque económico grave.

O gráfico 3 ilustra-nos a evolução da taxa de desemprego em percentagem do total da força de trabalho. Através do gráfico é visível que a taxa de desemprego na Irlanda aumentou bastante mais durante a crise e o ajustamento tem sido mais lento. A Islândia atinge o pico do desemprego em 2010 com uma taxa de desemprego de 7,6% enquanto que na Irlanda a taxa de desemprego cresceu até 2012 onde atingiu o pico com uma taxa de 14,7%. No período de 2008 a 2015 a taxa média de desemprego da Islândia subiu para

5,6% enquanto a da Irlanda ascendeu a cerca de 11,9%. A Islândia, que tinha uma taxa de desemprego menor, 2,8% contra 4,6% da Irlanda, duplicou a taxa de desemprego durante a crise enquanto a Irlanda viu a taxa média aumentar em cerca de 2,6 vezes.

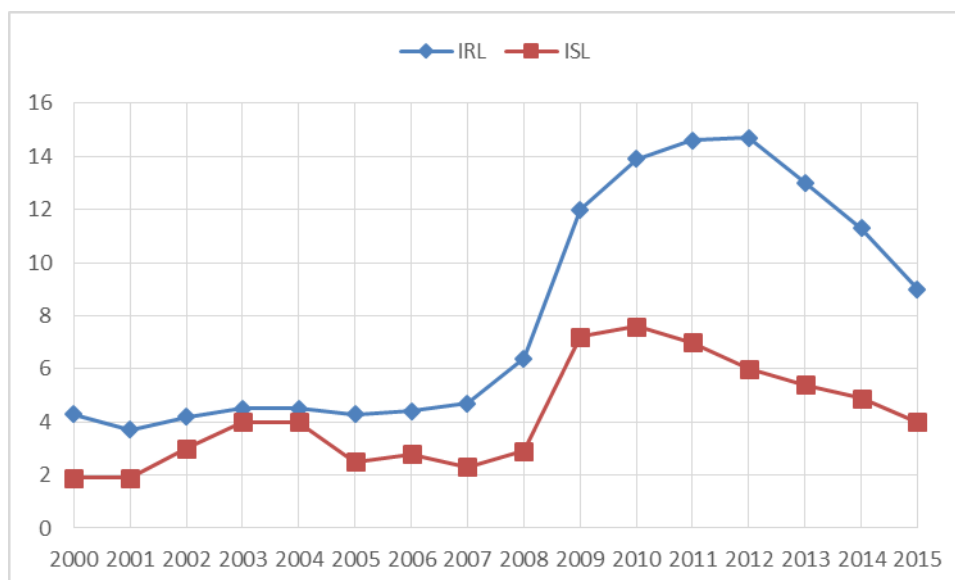


Gráfico 3: *Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate)* (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Uma vez que os países já tinham resultados díspares antes da crise e para uma melhor compreensão do impacto da taxa de desemprego em ambos torna-se necessário proceder a uma nova análise, desta vez fixando 2007 com o valor 100 pontos. O gráfico 4, abaixo ilustra essa situação.

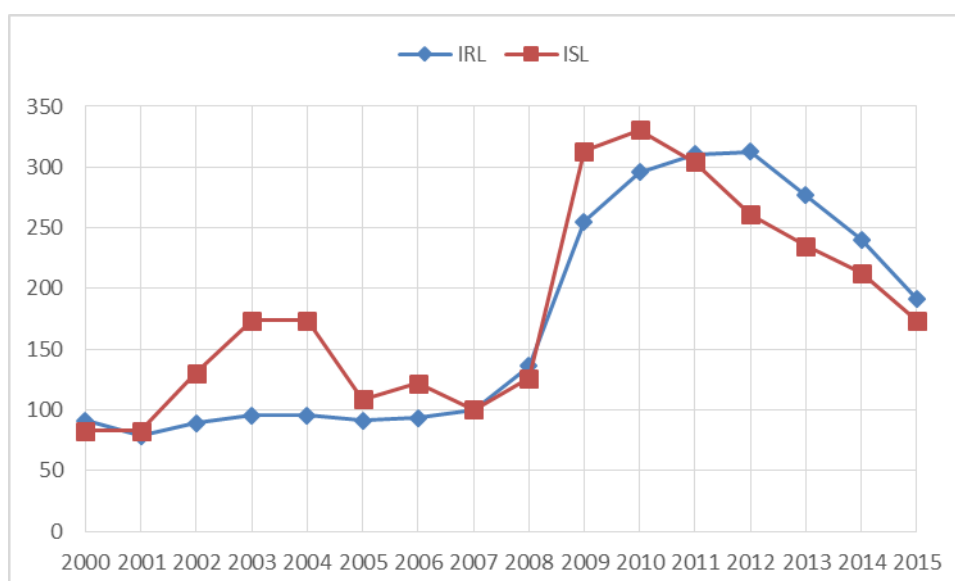


Gráfico 4: *Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate) (2007=100)* (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Com base neste gráfico as conclusões que podemos retirar são ligeiramente distintas da do anterior. Assim, verificamos que, em termos relativos, a evolução da taxa de desemprego é muito semelhante. Então, em termos de comportamento do desemprego, podemos concluir que o comportamento das duas economias foi muito semelhante, não podendo ser afirmado que um regime cambial supera o outro no processo de ajustamento após um choque económico grave.

A seguir, o gráfico 5 apresenta-nos a evolução da balança corrente em % do PIB. Os dados para a Irlanda só estão disponíveis a partir de 2005. Observando o gráfico constatamos que a Islândia desde 2003 apresenta défices da sua balança corrente, acentuando-se esses défices ao longo dos anos, até atingir um défice de 23,7% do PIB em 2008. Em 2009, regista-se uma grande recuperação, passando o défice a ser de 5,2%. Em 2013 a Islândia passa a ser superavitária, registando um superavit de 5,8% do PIB, continuando superavitária até 2015. Esta recuperação da economia da Islândia deve-se à desvalorização da sua moeda, que tornou as exportações mais baratas e as importações mais caras, limitando, assim, a quantidade importada e incentivando o aumento das exportações. A restrição de liquidez que o país viveu também pode ter contribuído para o melhoramento do saldo da balança corrente, na medida que se esgotaram as reservas para obter os produtos importados, diminuindo-os.

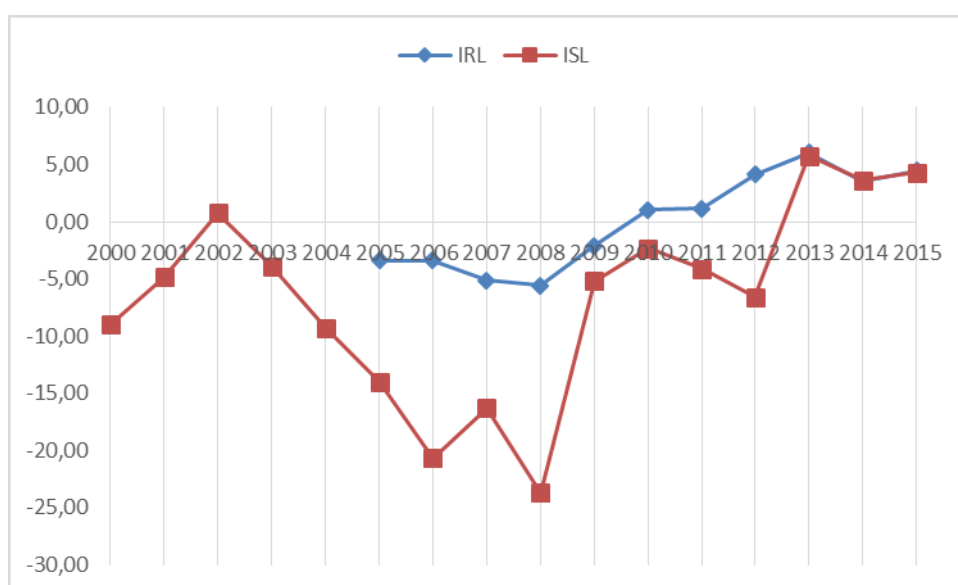


Gráfico 5: *Current account balance (% of GDP)* (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Observando a evolução relativa do PIB, da taxa de desemprego e da balança corrente, podemos concluir que não existem diferenças significativas na evolução da economia da

Islândia (em câmbios flexíveis) e da Irlanda (em câmbios fixos) em resposta à Crise do *Subprime*.

Os dois gráficos seguintes analisam a taxa de inflação no consumidor. No gráfico 6 temos a taxa de inflação no consumidor e no gráfico 7 o mesmo indicador mas utilizando 2007 como ano base (2007=100).

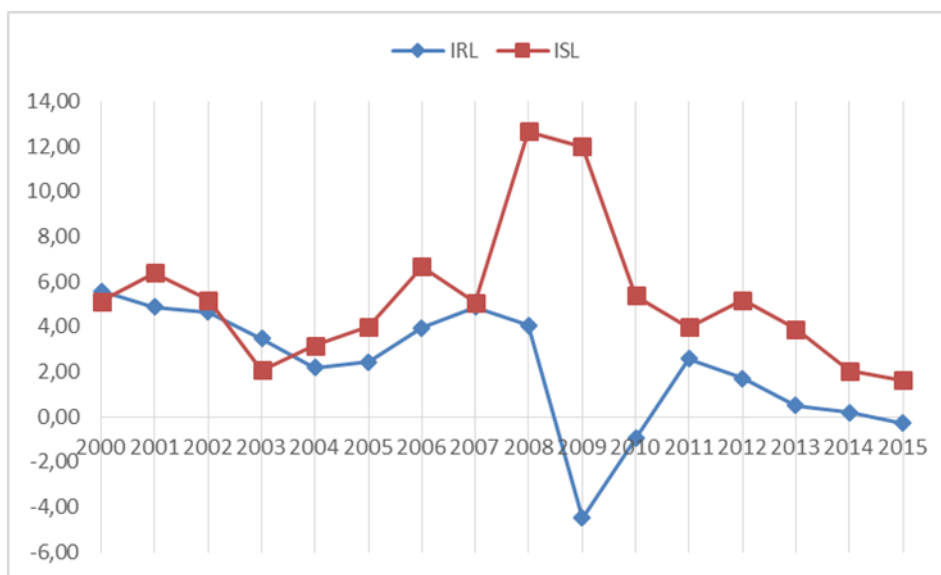


Gráfico 6: *Inflation, consumer prices (annual %)* (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

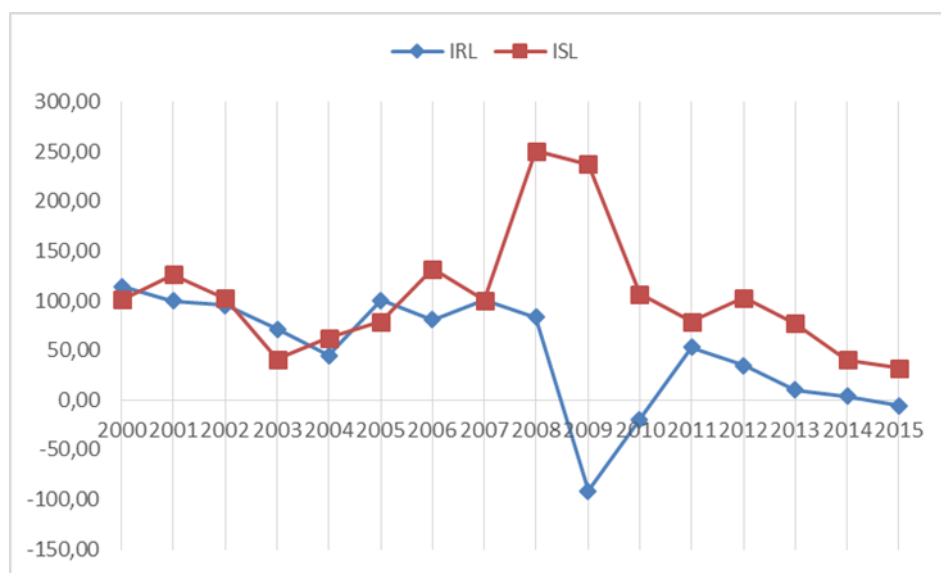


Gráfico 7: *Inflation, consumer prices (annual %) (2007=100)* (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Pode verificar-se, agora, que o comportamento da taxa de inflação em resposta à crise é em sentido contrário: enquanto que na Islândia o nível geral de preços aumenta, de uma taxa de 5,1% em 2007 para 12,7% em 2008, (por causa do efeito da desvalorização nos

preços dos bens importados), na Irlanda diminuiu, uma taxa negativa em 2009 de 4,5%, (por causa da diminuição dos salários) para, desta forma, haver uma redução da taxa e câmbio real relativamente aos parceiros da Zona Euro.

Os gráficos 8 e 9 apresentados de seguida mostram a evolução da taxa de juro de longo prazo. Para o gráfico 9 utilizou-se 2007 como ano base (2007=100). As taxas de juro de longo prazo referem-se a títulos do governo com maturidade de 10 anos (dados OECD, 2016).

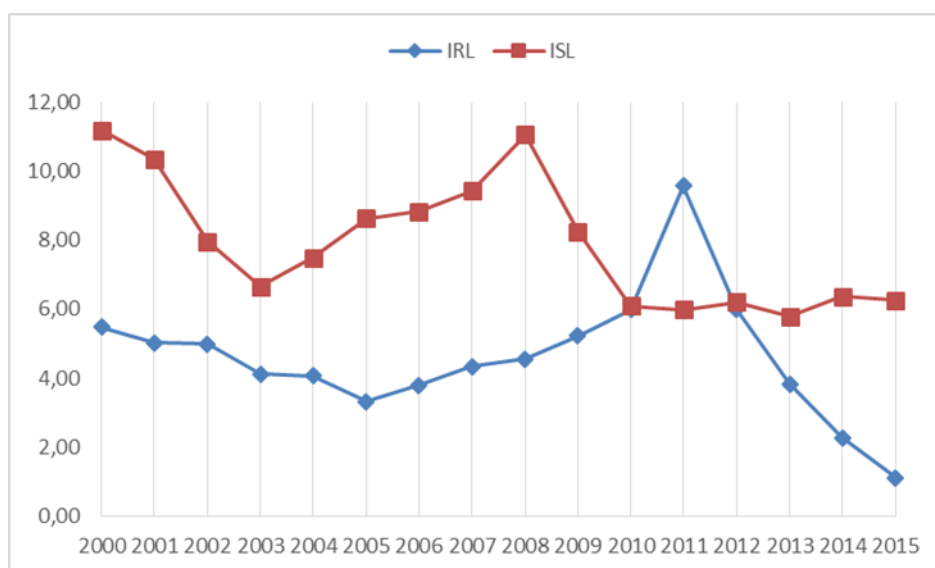


Gráfico 8: Long-term interest rates (annual %) (Adaptado da Ref. (dados OECD, 2016))

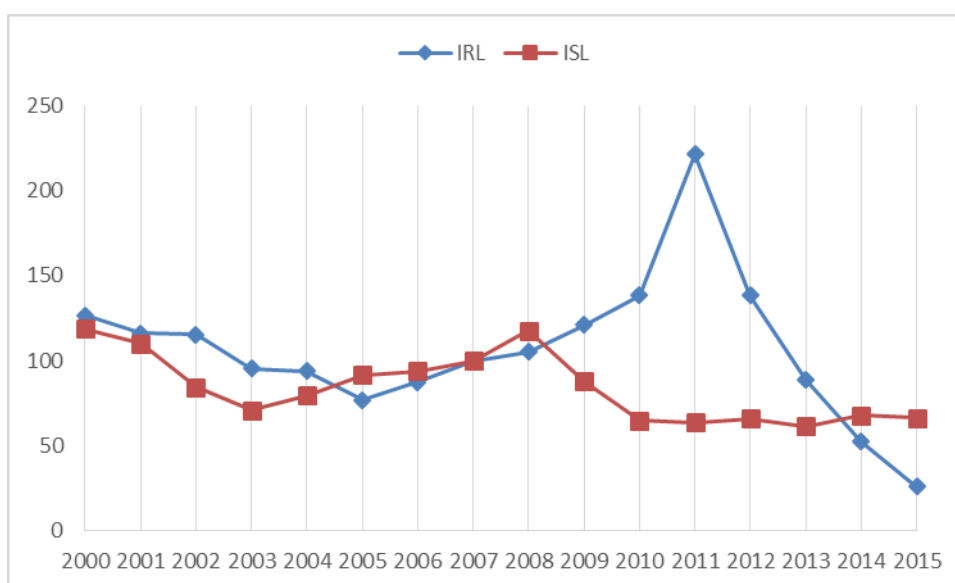


Gráfico 9: Long-term interest rates (annual %) (2007=100) (Adaptado da Ref. (dados OECD, 2016))

Através do gráfico 8 podemos verificar que na Islândia a taxa de juro de longo prazo é atualmente superior à taxa de juro da dívida pública irlandesa o que pode indicar problemas futuros no financiamento da economia.

Analizando as estatísticas macroeconómicas esta parece ser a única onde se observa uma diferença significativa no processo de ajustamento das duas economias, uma em câmbios flexíveis (com taxas de juro mais elevadas) e outra em câmbios fixos (com taxas de juro mais baixas).

O índice da taxa de câmbio real efetiva é a média ponderada da moeda relativa do país a um índice ou cabaz de outras moedas importantes, ajustado pela inflação em que o peso de cada bem ou serviço é determinado pela comparação da balança comercial relativa da moeda de um país contra cada país dentro do índice. Esta taxa de câmbio é utilizada para determinar o valor da moeda relativa de um país individual às outras principais moedas no índice, como o dólar dos EUA, o iene japonês e o euro. O gráfico 10, abaixo, ilustra-nos a evolução da taxa de câmbio real efetiva tendo por base relativa de 100 pontos o valor correspondente ao ano de 2007.

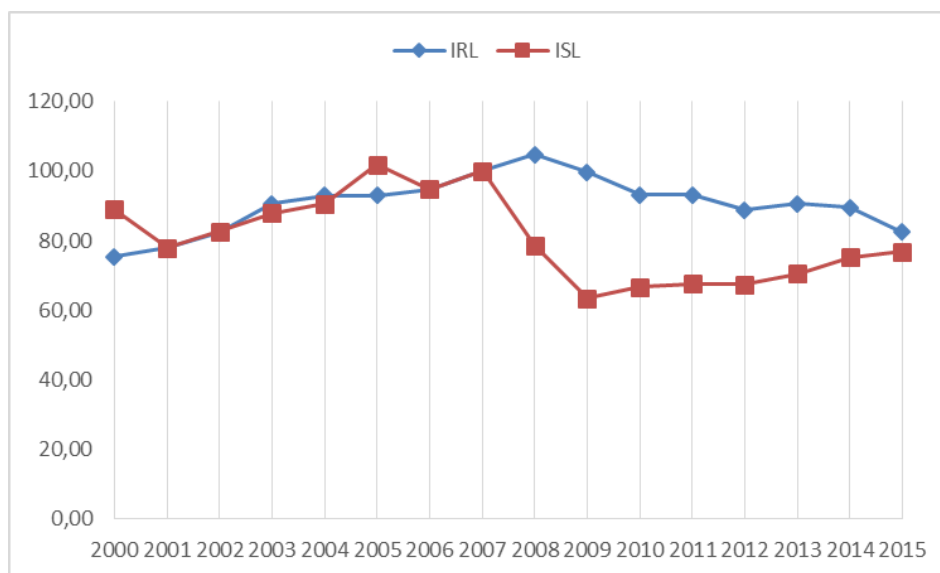


Gráfico 10: Real effective exchange rate index (2007 = 100) (Adaptado da Ref. (dados The World Bank, 2016))

Podemos observar no gráfico 10 que, após 2007, a taxa de câmbio da Islândia se ajustou bastante em valor, decresceu 36,5% em 2009 face a 2007, para depois recuperar lentamente, até terminar 23,1% abaixo da taxa de câmbio real de 2007. Assim, o ajustamento da taxa de câmbio da Islândia sofreu um *overshooting* em baixa. Já quanto

ao ajustamento da taxa de câmbio da Irlanda, diminui mais lentamente sem apresentar *overshooting*, mas acabando, em 2015, com uma desvalorização face ao valor máximo idêntica à observada na Islândia (o pico da Irlanda foi um ano mais tarde que o pico da Islândia, que sofreu primeiro o impacto da Crise do *Subprime*).

6 Conclusão

Buiter e Sibert em 2008 caracterizaram a Islândia como uma economia pequena, com moeda própria, e câmbios flexíveis, com um enorme sector bancário e com capacidade fiscal limitada. Em face da Crise do Subprime despoletada nos EUA, com a maioria dos ativos e passivos do sistema bancário em moeda estrangeira e com uma grande quantidade de passivos em moeda estrangeira com vencimento a curto prazo, o Estado e o Banco Central da Islândia não foram capazes de atuar nem como credor de moeda estrangeira de último recurso e nem como criador de mercado de último recurso para evitar a falta de liquidez de financiamento ou a falta de liquidez do mercado para não colapsar o seu enorme sistema bancário (Buiter & Sibert, 2008). Em resposta à crise, a Islândia desvalorizou a sua moeda, a coroa, 43% nos primeiros 10 meses de 2008 (Knoop, 2015).

A Irlanda, também uma pequena economia aberta mas com câmbios fixos, apesar de ser apelidada de o “Tigre Celta” devido ao seu elevado crescimento económico não escapou ao contágio da Crise do *Subprime* (Lin, et al., 2014). Estando em câmbios fixos com os seus principais parceiros comerciais, em face dos efeitos da Crise do *Subprime* despoletada nos EUA, a Irlanda teve que iniciar um processo de desvalorização interna, o que obrigou ao corte de salários e despesa pública e ao aumento de impostos.

Assim, em resposta à crise financeira de 2008, estes dois países por terem regimes de câmbios diferentes, tiveram que adotar políticas também diferentes. A Islândia ajustou os preços, nomeadamente a taxa de câmbio real através da desvalorização da coroa, tornando as exportações mais baratas e as importações mais caras, limitando, assim, a quantidade importada e incentivando o aumento das exportações, melhorando a balança corrente. A taxa de câmbio real deteriorou-se e a inflação cresceu, por causa do efeito dos bens importados. A Islândia adotou controlos de capital que afetaram, claramente, os investimentos. A Irlanda ajustou os preços em baixa, através dos salários e das taxas de juro. A inflação diminuiu, por causa da diminuição dos salários, levando a uma redução da taxa de câmbio real.

Sendo que já passaram 7 anos desde o choque assimétrico que avalou a economia da Islândia e da Irlanda, neste nosso trabalho procuramos investigar se o ajustamento em câmbios flexíveis (na Islândia) foi melhor ou pior que o ajustamento em câmbios fixos

(na Irlanda). Qual dos dois regimes cambiais permitiu um ajustamento mais rápido, com menores perdas e qual o país que saiu melhor preparado para enfrentar o futuro.

Tendo em conta a evolução relativa do PIB, da taxa de desemprego e da balança corrente, podemos concluir que o comportamento de ambas as economias em cada agregado foi muito semelhante, não podendo ser afirmado que um regime cambial supera o outro. Interessante observar que a evolução da taxa de inflação foi em sentido contrário, com um pico de inflação em câmbios flexíveis e um pico de deflação em câmbios fixos.

Quanto ao futuro, em câmbios flexíveis a taxa de juro de longo prazo parece persistir em valores mais elevados o que pode ser um ponto negativo de uma economia pequena optar pelo regime de câmbios flexíveis.

Bibliografia

Além, A. C. (2010), *Macroeconomia: Teoria e Prática no Brasil*, 1ª edição, São Paulo: Elsevier.

Bagus, P. & Howden, D. (2011), *Deep Freeze: Iceland's Economic Collapse*. <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/> ed. s.l.:Ludwig von Mises Institute.

Bastidon, C., Gilles, P. & Huchet, N. (2016), "The ECB, Between Conservatism", *Journal of Central Banking Theory and Practice*, Jan, pp. 25-52.

Buiter, W. & Sibert, A. (2008), "The collapse of Iceland's banks: the predictable end of a non-viable business model", in *The First Global Financial Crisis of the 21st Century Part II June-December 2008 (2009)*, A. Andrew Felton & C. M. Reinhart (editors), pp. 23-26, A VoxEU.org Publication.

Carvalho, F. J. C. et al. (2007), *Economia Monetária e Financeira: teoria e política*, 2ª edição, Rio de Janeiro: Elsevier.

Claessens, S. & Kose, M. A. (2013), "Financial Crises: Explanations, Types and Implications", *IMF*, Janeiro, Working Paper 1328.

Coulter, C. (2003), "The end of Irish history? An introduction to the book", in *The end of Irish history? Critical reflections on the Celtic Tiger*, C. Coulter & S. Coleman (editors), pp. 1-29, Manchester University Press.

CSO (2016), *Central Statistics Office Ireland*, <http://www.cso.ie/en/census/census2016reports/census2016preliminaryreport/>, acessado em agosto 2016.

Dabrowski, M. (2002), "Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons", *CASE*, No.51, Warsaw.

dados OECD (2016), *OECD Data*, <https://data.oecd.org> acessado em agosto 2016.

dados The World Bank (2016), *World DataBank*, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=World-Development-Indicators>, acessado durante 2016.

Danielsson, J. (2008), "The first casualty of the crisis: Iceland", in *The First Global Financial Crisis of the 21st Century Part II: June – December, 2008 (2009)*, A. Felton & C. M. Reinhart (editors), pp. 9-13, VoxEU.org Publication.

Dapontas, D. (2013), "A Fourth Generation Model Approach On Crises: Application on Subprime Mortgage Crisis (2008)", *International Journal of Advances in Management and Economics*, Vol. 2, Issue 6, pp.66-71.

Enciclopédia Mundial (2016), <http://www.infoplease.com/encyclopedia/world/ireland-history.html>, acessado em julho 2016.

Frankel, J. A. (1999), "No single currency regime is right for all countries or at all times", *NBER*, Working Paper 7338.

Frankel, J. A. (2004), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", in *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead*, Palgrave Macmillan Press, Vol.2, pp. 91-138, New York.

Guillén, M. F. (2015), *The Global Economic & Financial Crisis: a Timeline*, <https://lauder.wharton.upenn.edu/>: The Lauder Institute.

IMF (1998), "Financial Crises: Characteristics and Indicator of Vulnerability", in *World Economic Outlook*, Washington, DC, pp. 74-97.

IMF (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition, IMF.

Jóhannesson, G. T. (2015), "Exploiting Icelandic History: 2000–2008", in *Gambling Debt: Iceland's Rise and Fall in the Global Economie*, E. P. Durrenberger & G. Palsson (editors), University Press of Colorado, pp. 15-23.

Jónsson, Ö. D. & Sæmundsson, R. J. (2015), "Free Market Ideology, Crony Capitalism, and social Ideology, in *Gambling Debt: Iceland's Rise and Fall in the Global Economie*, E. P. Durrenberger & G. Palsson (editors), University Press of Colorado, pp. 23-33.

Kaminsky, G. L. & Reinhart, C. M. (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89, N° 3, pp. 473-500.

Knoop, T. A. (2015), *Business Cycle Economics: understanding recessions and depressions from boom to bust*, California: Praeger.

Kregel, J., (2008), "Changes in the U.S. financial system and the subprime crisis", in *The Levy Economics Institute of Bard College*.

Krugman, P. (2009a), How Did Economists Get It So Wrong?, *The New York Magazine*, <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=1&r=3>, acessado em junho 2016.

Krugman, P.(2009b), *The Return of Deprecion Economics and the Crisis of 2008*, First edition, New York, London: W. W. Norton & Company.

Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (2003), *International Economics*, Sixth Edition, World Student Series.

Krugman, P. R. & Wells, R. (2013), *Economics*; Third Edition, Worth Publishers.

Larraín, F. & Sachs, J. (2002), *Macroeconomía en la economía global*, Segunda Edicion, Buenos Aires: Pearson Education.

Lin, C. Y.-Y., Edvinsson, L., Chen, J. & Beding, T. (2014), *National Intellectual Capital and the Financial Crisis in France, Germany, Ireland, and the United Kingdom*, e-book, <http://www.springer.com/series/8876>: Springer.

Mercille, J. (2015), *The Political Economy and Media Coverage of the European Economis Crisis: The Case of Ireland*, First Edition, Routledge.

Mishkin, F. S. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER*, Working Paper 8087.

Mutti, J. H. & Jr., R. M. D. (2004), *International Economics*, Sixth Edition, e-Library: Taylor & Francis.

Nanto, D. K. (2009), "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications", *Congressional Research Service*, RL34742.

NBER (2016), *The NBER's Business Cycle Dating Committee*, <http://www.nber.org/cycles/recessions.html>, acedido em junho 2016.

O'Hearn, D. (2003), "Macroeconomic policy in the Celtic Tiger: a critical reassessment", in *The end of Irish history? Critical reflections on the Celtic Tiger*, C. Coulter & S. Coleman (editors), Manchester University Press, pp. 34-55.

Pagano, M. (2008), "The price of transparency", in *The First Global Financial Crisis of the 21st Century: Part II June-December 2008 (2009)*, A. Felton & C. M. Reinhart (editors), AVoxEU.org Publication, pp. 123-125.

Regling, K. & Watson, M. (2010), "A Preliminary Report on the Sources of Ireland's Banking Crisis", *Government Publications Office*, Dublin.

Reisen, H. (2008), "The fallout from the global credit crisis: Contagion – emerging markets under stress", in *The First Global Financial Crisis of the 21st Century Part II June-December 2008 (2009)*, A. Felton & C. M. Reinhart (editors), AVoxEU.org Publication, pp. 28-29.

Shiller, R. J. (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, First Edition, Minion: Princeton University Press.

The Central Bank of Iceland (2014), *Economy of Iceland*. http://www.cb.is/library/Skr%C3%A1arsafn---EN/Economy-of-Iceland/2014/Heildarskjal_1.pdf, acedido em dezembro 2015.

UNDP (2015), *Human Development Report 2015: Work for Human Development*. New York: United Nations Development Programme (UNDP).

União Europeia (2016), *União Europeia*, http://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/ireland_pt, acedido em julho 2016.

Zoega, G. (2008), Iceland faces the music, in *First Global Financial Crisis of the 21st Century Part II: June – December, 2008 (2009)*, A. Felton & C. M. Reinhart (editors), AVoxEU.org Publication, pp. 19-22.