

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

Aaron Zarenczanski

Análise da Crise Econômica na Irlanda Sob a Ótica de Minsky

**São Paulo
2013**

Aaron Zarenczanski

**Os Principais Fatores Que Levaram ao Declínio Econômico da
Irlanda Após 2008**

Orientador:

Prof. Fernando Ribeiro Leite Neto – Insper

Banca Examinadora:

Fernando Ribeiro Leite Neto

Vinícius Muller

Nelson Mendes Catarino

**São Paulo
2013**

Dedicatória e agradecimento

Dedico e agradeço aos meus pais, Valter e Marianne, minha família, ao Professor Fernando Ribeiro Leite Neto, à Mariana Cruz Gabriel, à Claudia Sender, e ao Marcelo D'Arienzo. Muito Obrigado.

Índice

	Página
Introdução	1
Capítulo Um: Hyman Minsky e a Hipótese de Instabilidade Financeira	4
A. Introdução ao Capítulo	4
B. Minsky e Suas Principais Influências Teóricas	6
C. A Hipótese de Instabilidade Financeira	9
Capítulo Dois: O Desenvolvimento e a Crise Na Irlanda	13
A. O Desenvolvimento da Economia Irlandesa entre 1960 e Meados da década de 1990	13
B. Anos do Tigre Celta: Meados da Década de 1990 até 2000	17
C. Desenvolvimento de 2000 a 2007	23
D. A Crise na Irlanda e a Reação da Política Econômica	26
Capítulo Três: A Crise sob a Ótica de Minsky	31
Conclusão	36
Bibliografia	38

Introdução

A economia irlandesa passou por uma série de mudanças nas últimas décadas, inclusive sendo denominada “Tigre Celta” nos anos 1990 e 2000 por seu crescimento constante e manutenção de baixas taxas de desemprego, mas em 2008 a situação se reverteu de forma rápida e exuberante de maneira que a dívida pública irlandesa e o setor financeiro se abalaram profundamente. De 2007 a 2010 o PIB da Irlanda sofreu queda de 21%, sendo uma das economias mais afetadas pela crise de 2008. O caso da Irlanda é particularmente interessante devido ao grande crescimento que teve por quase vinte anos, e a intensidade da queda em 2008.

PIB real. (Var. % ao ano). 1980-2016*.

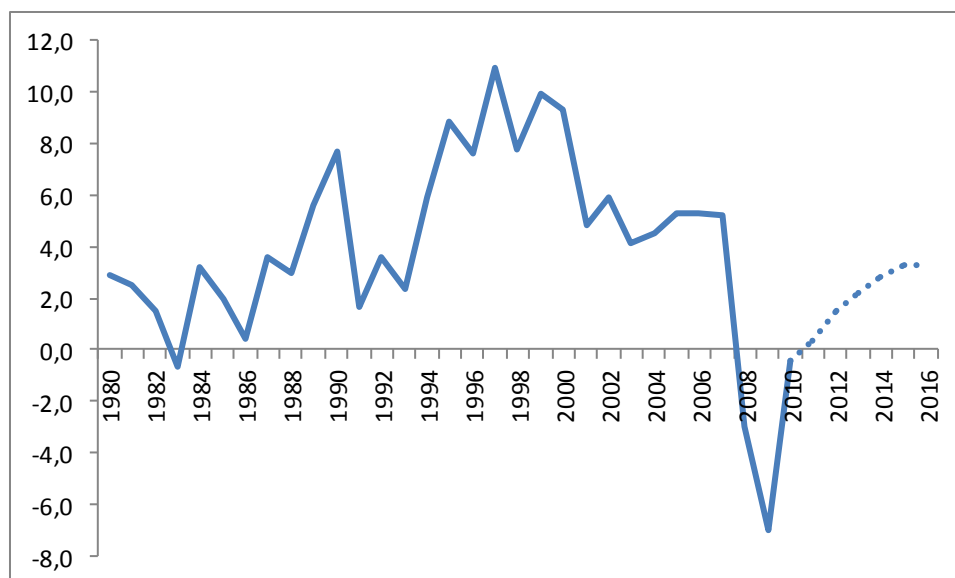


Figura 1: Variação anual do PIB real irlandês, 1980-2016.*

Fonte: IMF (2011). () Estimativas a partir de 2010.*

Nos anos 1950 o país iniciou o processo de mudanças nas políticas econômicas. Até então o país contava com políticas protecionistas, porém, com o objetivo de entrar na União Europeia, novos regimes fiscais, monetários e comerciais foram adotados. Desta maneira, foram implementadas políticas de melhoria na produtividade do trabalho, medidas de melhoria da educação e políticas industriais de incentivo ao investimento externo principalmente em indústrias exportadoras. Nos anos 1970, o governo reagiu à desaceleração econômica mundial com medidas expansionistas, aumentando a dívida pública do país a níveis exorbitantes até que nos anos 1980, pagava quase 10% do PIB

em juros ao ano.

A crise do endividamento dos anos 80 culminou em um grande esforço para reduzir o déficit público e, em 1987, se iniciaram as medidas para modificar a dinâmica do endividamento irlandês. Em 1989 era claro que a dinâmica havia mudado e o país seguia um rumo positivo. Ao alcançar a estabilidade, com bons fundamentos guiando as políticas econômicas, a economia do país começou a crescer de maneira significativa, e em combinação com fatores demográficos, gerou grande número de empregos nos anos 1990 e 2000 (Figuras 1 e 2).

Dívida Pública Líquida. (% PIB). 1980-2016*

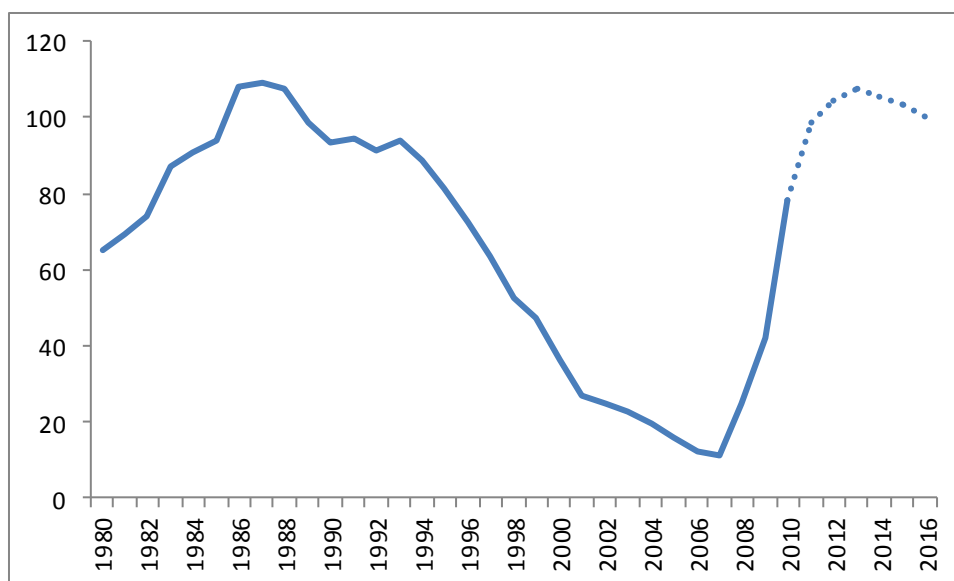


Figura 2: Dívida Pública Líquida da Irlanda em % PIB. 1980-2016*

Fonte: IMF (2011). (*) Estimativas a partir de 2010.

Até 2007 o país era visto como um dos mais estáveis e robustos da Europa, com uma razão dívida/PIB de 11% (IMF, 2011) e um fundo soberano com €5.000 por cidadão irlandês. Quatro anos mais tarde estes indicadores haviam se deteriorado significativamente; a razão dívida/PIB era de 99% e o fundo soberano havia se extinguido. Dentre as razões apontadas pela queda está a dependência da economia irlandesa nas exportações, que sofreu com a queda no consumo mundial (Figura 3). Além disso, se observam fraquezas no sistema financeiro, que foi agravado por uma bolha no mercado de imóveis. Desta forma, é necessário que se analise a crise irlandesa de diversas perspectivas com foco numa série de possíveis fatores que levaram a tal declínio para garantir a compreensão do que ocorreu no país.

PIB e Exportações reais de bens e serviços (var. % real). 1980-2016

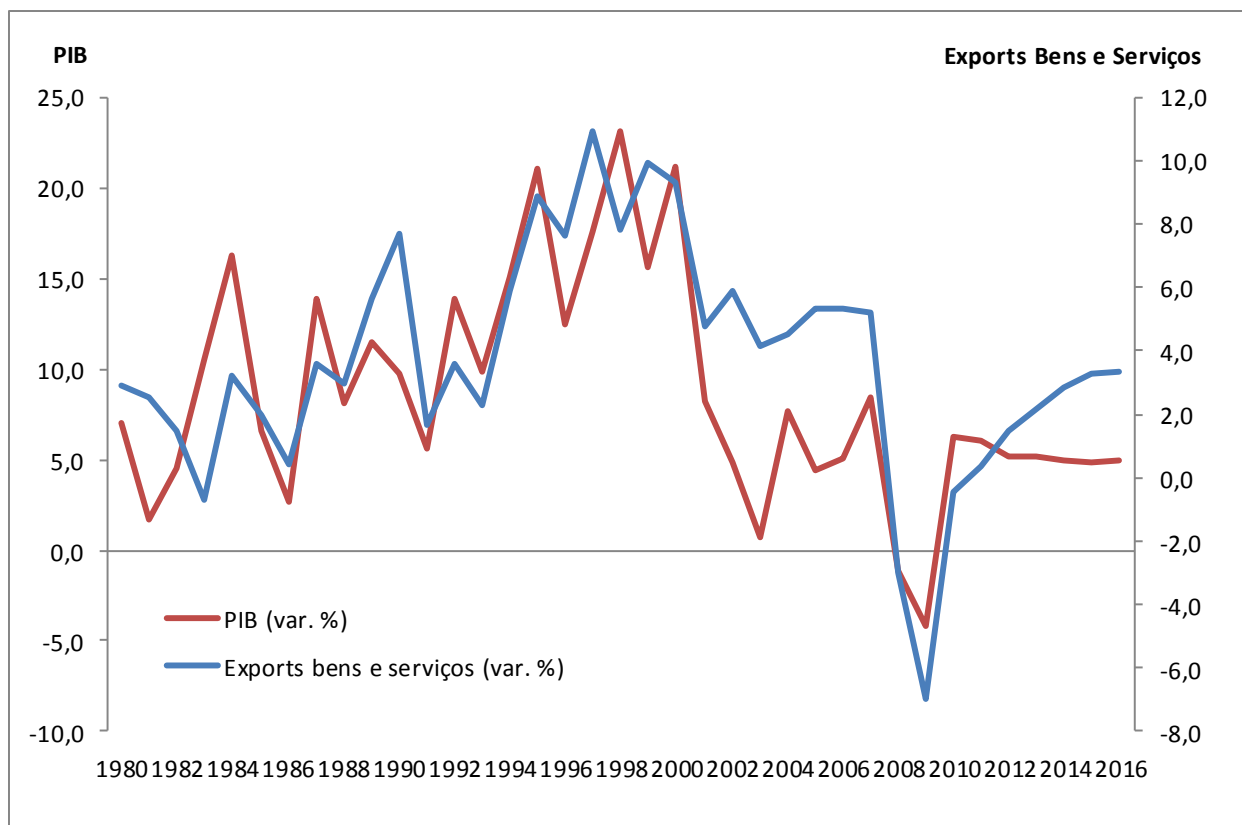


Figura 3: Variação real do PIB e exportações reais de bens e serviços irlandeses. 1980-2016; Fonte: IMF (2011). (*) Estimativas a partir de 2010.

Nesse sentido, emerge a seguinte questão a ser respondida por esta monografia: quais as causas da rápida reversão na trajetória macroeconômica irlandesa? A revisão de literatura preliminar, como apontado abaixo, identifica fragilidades no sistema financeiro como uma das causas centrais dessa reversão. A análise será introduzida pelas teorias econômicas de ciclos econômicos de Hyman Minsky, e terá sua trajetória comparada às noções de instabilidade trazidas por ele ao longo de sua carreira.

Capítulo Um: Hyman Minsky e a *Hipótese de Instabilidade Financeira*

A. Introdução ao Capítulo

Nesta seção será feita uma breve revisão da vida de Minsky, e será introduzida a 'Financial Instability Hypothesis' ('Hipótese de Instabilidade Financeira'). Na parte seguinte, a teoria será explicada de maneira mais aprofundada, e na última seção será feita uma comparação com o pensamento das principais influências do Minsky na criação de sua teoria: Schumpeter e Keynes.

Nascido em Chicago, Minsky estudou matemática com pós-graduação em economia na Universidade de Chicago. Influenciado por Oscar Lange, Minsky participou de um projeto de planejamento pós-guerra com Wassily Leontief em Harvard (M. Knell; 2012). Após servir no exército americano por quase três anos, seguido por mais quase um ano como funcionário civil do exército na Alemanha (P. Arestis; M. Sawyer; 2000), Minsky retornou a Harvard para continuar seus estudos de pós-graduação. Foi lá que realizou seu Mestrado em Administração Pública e Doutorado, com a tese 'Induced Investment and Business Cycles.' publicada em 1954.

Minsky iniciou seu doutorado sob a tutela de Joseph Schumpeter, mas após sua morte em 1950, seguiu sua pesquisa sob a supervisão de Wassily Leontief. Minsky se interessou pela visão de Schumpeter do processo capitalista que combinava o mercado financeiro com as atividades empreendedoras que necessitavam de investimento e financiamento (Minsky; 1986). Esta perspectiva se assemelhava ao que era praticada pela Universidade de Chicago, e sua tese explorava como a estrutura do mercado, instituições financeiras, os determinantes da demanda efetiva, e a atuação dos ciclos de negócios se relacionavam entre si (Knell; 2012). Após lecionar nas Universidades Brown e Berkeley, Minsky foi oferecido uma vaga na Universidade de Washington em 1965, onde ficou até se aposentar em 1990 (Mehrling; 1998). Quando faleceu, era acadêmico sênior do Levy Institute em Bard College (Knell; 2012).

O teorema central da tese é postulado da seguinte maneira: “a dinâmica interna de economias capitalistas leva, ao longo de um período dominado pela condução de sucesso da economia capitalista, ao surgimento de estruturas financeiras que conduzem à deflação da dívida, o colapso do valor de ativos e depressões profundas” (Minsky; 1992a). Isto é, a aparência de estabilidade camufla a instabilidade inerente aos mercados financeiros. Três tipos de processo de acúmulo de dívida são identificados na teoria

(Minsky; 1980): o primeiro é o 'hedge finance', ou a dívida que pode ser sanada (tanto principal quanto o juros) através de fluxos financeiros advindos do investimento feito; o segundo é 'speculative finance', onde os juros da dívida podem ser pagos pelo investimento, mas o pagamento do principal depende do rolamento da dívida; o terceiro é o 'ponzi finance' que depende da valorização do ativo para pagar a dívida (tanto principal quanto o juros). À medida que a economia cresce (preços de ativos financeiros sobem mais do que a taxa de juros) e há a aparência de estabilidade, o 'ponzi finance' se torna mais preponderante, trazendo um risco maior à economia. Uma vez que o aumento dos preços não é suficiente para pagar tais dívidas, ou uma vez que haja queda nos preços, há um risco maior de colapso de certas instituições financeiras. Se a prevalência do 'ponzi finance' for suficiente, poderá inclusive derrubar os devedores que se encaixam no 'hedge finance', que serão incapazes de adquirir empréstimos apesar do investimento mais seguro que realizam. Isto poderá ser observado na economia através de instituições financeiras que criam maneiras de contornar regulamentações para assumir riscos maiores.

O que cria a instabilidade financeira na economia, de acordo com a teoria, seria justamente o *mix* dos tipos diferentes de financiamento que ocorre ao longo do tempo. O 'hedge finance' é mais seguro, enquanto o 'ponzi finance' se mostra mais arriscado, e traz mais fragilidade ao sistema. Quanto maior é o período de estabilidade aparente da economia, maior é a prevalência do financiamento do tipo 'ponzi', e mais frágil se torna o sistema. Este conjunto de hipóteses levou Minsky (1992b) a definir dois teoremas derivados da sua tese:

- A economia tem regimes de financiamento na qual ela é estável, e regimes de financiamento na qual ela é instável.
- Em períodos prolongados de prosperidade, a economia transita de relações financeiras que conduzem a um sistema estável para relações financeiras que conduzem a um sistema instável.

Esta transição constante de períodos de maior estabilidade para maior fragilidade é endógena ao sistema e é fundamental para compreendermos os ciclos de negócios da economia. Minsky afirmou (1974) que “Uma característica fundamental da nossa economia, é que o sistema financeiro oscila entre robustez e fragilidade e estas oscilações são parte integral do processo que gera ciclos de negócios”. Isto ocorre, de acordo com Minsky (1992b), através da “dinâmica interna de economias capitalistas, e o

sistema de intervenções e regulamentações desenhadas para manter a economia operando em limites razoáveis.”

A preocupação com ciclos de negócio era evidente em Minsky, e pode ser analisada como influência de dois economistas em particular: John Maynard Keynes e Joseph Schumpeter. Schumpeter era seu professor orientador em Harvard (até o ano de sua morte em 1950) e Minsky (1992c) menciona suas interações frequentes com seu colega Paolo Sylos Labini e Schumpeter, onde discutiam temas diversos e eram influenciados pelo pensamento mais teórico de Schumpeter, enquanto este passava a visão da economia como um sistema em constante evolução. Minsky, porém é mais reconhecido como um proponente das ideias divulgadas por Keynes, que trouxe a ideia da não neutralidade do sistema financeiro como um todo. Inclusive, sua Hipótese de Instabilidade Financeira, é apresentada como uma interpretação das ideias de Keynes, em conjunto com a visão de Schumpeter sobre o papel do dinheiro no crédito, ao invés de uma teoria nova formulada por ele (Minsky, 1992b) agregou as teorias de Keynes, porém, com a formalização de uma teoria sobre a relação da estrutura financeira da economia com o restante da economia que leva a ciclos reais de negócios.

B. Minsky e Suas Principais Influências Teóricas

Minsky estudou sob Schumpeter em Harvard, e posteriormente escreveu sobre suas conversas frequentes com o professor em sua sala em Harvard. Schumpeter, por sua vez, estudou sob Eugen von Böhm-Bawerk e Friedrich von Wieser na Universidade de Viena (Knell, 2012). Schumpeter é frequentemente considerado Walrasiano (Andersen, 1992), uma vez que partiu do conceito de equilíbrio Walrasiano, onde o equilíbrio é alcançado por um conjunto de preços tal que empresas determinam a oferta maximizando lucros e consumidores determinam a demanda maximizando sua utilidade dada uma restrição orçamentária, e não há demanda excedente por bens (Gintis; Mandel, 2012). Nesta visão, os preços de bens e fatores de produção se ajustam para alcançar o equilíbrio e, portanto, seguem a lógica clássica de que o dinheiro não é capaz de promover desequilíbrios, mas sim apenas choques reais na economia.

Schumpeter, em seu trabalho 'The Theory of Economic Development', partiu das variáveis independentes da modelagem de Walras, e descreveu como os preços de todos os fatores de produção são determinados simultaneamente e simetricamente quando há livre concorrência. Schumpeter acreditava que os preços dos fatores de produção eram

determinados através dos produtores que visavam lucros minimizando custos. Este mecanismo explica como os fatores (capital e trabalho) se deslocam entre setores e unidades produtoras, quando não há barreiras. Schumpeter, porém, inclui na análise de produção Walrasiana a possibilidade da empresa mudar sua estrutura de custos através da inovação, com novas combinações de recursos disponíveis para a produção. Isto inclui mudanças tecnológicas, novos mercados, novos métodos de produção/administração, novos produtos, e esta inovação gera um movimento ao desequilíbrio uma vez que cria lucros econômicos mesmo saindo de uma situação de equilíbrio.

Schumpeter considerava este processo sendo endógeno, e esta adição possibilitou a geração de lucro econômico na modelagem. Schumpeter, em seu livro 'The Theory of Economic Development' (1934), apresenta da seguinte maneira (tradução livre):

'Desenvolvimento, neste sentido, é um fenômeno distinto de tudo que é observado no fluxo circular ou na tendência ao equilíbrio. É a mudança espontânea e descontínua nos canais de fluxo, ou perturbação do equilíbrio, que muda eternamente e desloca o estado de equilíbrio que existia previamente.'

'O resultado final deve ser um novo ponto de equilíbrio onde, com novos dados, a lei do custo rege novamente. (...) o incentivo a produzir mais não cessará até que o equilíbrio é alcançado através do custo ou através da queda de preço devido ao aumento de oferta.'

Ou seja, Schumpeter se vale da teoria de equilíbrio econômico de Walras, porém introduz o inovador como agente de desequilíbrio, dado que houve um choque (inovação), a economia deverá retornar ao equilíbrio por meio dos mecanismos de produção e preço no mercado competitivo. Isto é, as empresas competem entre si para ganhar representatividade no mercado dada a nova tecnologia, produto, método, etc. até que o equilíbrio seja alcançado no novo patamar.

Minsky (1986) criticava a abordagem de Schumpeter em seu livro 'Business Cycles' (1939), devido a sua aplicação do modelo Walrasiano, que não leva em conta a influência do sistema financeiro, e supõe que apenas mudanças reais tiram a economia do equilíbrio. Minsky acreditava que a visão de Schumpeter em seu livro anterior, 'Economic Development' (1934), era mais completa graças à inclusão do sistema financeiro (crédito,

mais especificamente) como necessário para a inovação.

Walras e Schumpeter consideravam que o capital e dinheiro eram análogos, onde seu valor era determinado pela demanda por diversos serviços de capital tais como aluguéis e juros. Este conceito se assemelha à noção de demanda por liquidez de Keynes. No caso de Schumpeter, dinheiro era relacionado à capital, uma vez que o capital era advindo de crédito dos bancos. Desta maneira, o dinheiro era determinado pelo crédito, e este era, por sua vez, determinado pelo investimento de capital. Empreendedores, como eram definidos por Schumpeter os agentes responsáveis por inovação, eram capazes de gerar dinheiro através de sua demanda por crédito para financiar seus investimentos. Neste sentido, Minsky se assemelhava a Schumpeter uma vez que as atividades que visam lucro (inovação) levam a mudanças nas instituições financeiras, gerando dinheiro de maneira endógena (Minsky 1957). Minsky aplicou este conceito de inovação ao sistema financeiro, explicando que a busca de lucros econômicos não deve ser restrita a firmas, mas deve se aplicar também ao sistema financeiro. Inovações nos métodos de tomar e conceder crédito também modificam as instituições regentes, e estas inovações trazem consigo instabilidade e fragilidade. Schumpeter, por sua vez, apresentava inovações como precursoras de estabilidade em um novo patamar.

Minsky, diferentemente de Schumpeter, parte da visão econômica de Keynes, que se vale de um sistema que depende também de choques monetários e inclui oferta e demanda por liquidez. A partir disto, Minsky relacionou o valor de ativos com a demanda por liquidez e nível de preços, assim como decisões de investimento e valor das dívidas com lucros. Tal interação entre o valor de ativos, nível de preços, investimento e dívidas é o que gera a possibilidade de crise financeira.

Apesar de sua reverência por Keynes, Minsky criticava a função de consumo e o modelo IS-LM derivado de Keynes. Havia uma discordância com relação à representatividade de incerteza no rumo da economia, em particular nas decisões de investimento. Enquanto Keynes acreditava que a incerteza variava entre os agentes da economia, e que poderia ser mensurada na economia como um todo, Minsky, por outro lado, pregava que a incerteza determina o comportamento dos agentes de maneira que reduz a significância das funções de produção e preferência e traz uma instabilidade maior à economia.

Keynes argumenta também que a existência de especulação na economia por si só não é suficiente para causar crises, mas quando a especulação se sobrepõe à produção como fundamento para a valoração de ativos, isto levará a fragilidade no sistema. Esta

visão é evidenciada no trecho (tradução livre de Keynes; 1936):

'Quando o desenvolvimento de capital de um país se torna um subproduto das atividades de um casino, é provável que o trabalho seja mal feito.'

Isto pode ser visto também, pela perspectiva do Minsky em sua Hipótese de Instabilidade Financeira, como um aumento da representatividade do financiamento 'Ponzi' na economia. Na medida em que firmas se tornam mais endividadas, elas começam a se valer invariavelmente deste tipo de financiamento. Além disto, o movimento especulativo poderá ser visto como resultado dos 'espíritos animais', termo de Keynes que descreve a participação de emoções humanas nas tomadas de decisões. Um paralelo deste conceito poderá ser traçado em Minsky através da importância de incertezas, que são equivalentes a um otimismo espontâneo, derivadas das emoções que levam a comportamentos especulativos nas firmas.

As teorias de Minsky são fruto principalmente da síntese das ideias de Keynes e Schumpeter, incorporando a visão Keynesiana de que a decisão de investimento advém das expectativas de longo prazo e demanda por liquidez, que variam de acordo com a volatilidade do valor de ativos, assim como incertezas com relação a custos e produção ao longo do tempo. A visão Schumpeteriana incorporada por Minsky dita que a volatilidade do valor de ativos era algo natural, e que dependia da atuação de 'empreendedores' e o acúmulo de capital, sem fazer referência à demanda por liquidez (Knell; 2012). Minsky se valeu da teoria de demanda efetiva de Keynes, mas assumiu a dinâmica de investimento de Schumpeter. Apesar de dar mais ênfase ao longo de sua carreira à influência de Keynes, e se distanciar dos fundamentos Walrasianos adotados por Schumpeter, Minsky admitiu no centenário de Keynes e Schumpeter (Minsky; 1986) as influências de seu antigo orientador.

C. A Hipótese de Instabilidade Financeira

A principal crítica de Minsky à teoria clássica se dá no fato de que pensadores como Adam Smith e Léon Walras consideravam que a economia estava em constante busca ao equilíbrio, e que era neste estado que deveria ser estudada. Eram observadas, porém, crises esporádicas em que inflações ou deflações da dívida ocorriam na economia, e a reação do sistema era amplificar o movimento, ou seja, inflação trazia mais

inflação e deflação da dívida trazia mais deflação da dívida. Irving Fisher já havia demonstrado o princípio de deflação da dívida usando como base a crise de 1929, com seu trabalho “Booms and Depressions” em 1933, e subsequentemente Charles Kindleberger em “Manias, Panics and Crashes” de 1978, mostrou como estes processos podem gerar mais desequilíbrio ao invés de induzir o equilíbrio conforme prevê a teoria neoclássica.

Para explicar a Hipótese de Instabilidade Financeira, Minsky (1992b) primeiro define a economia como capitalista, com ativos de capital (definido como um ativo proveniente de investimento) de alto valor, e um sistema financeiro sofisticado e complexo. A questão a ser resolvida pela economia, na visão da teoria de Minsky, difere da visão de Frank Hyneman Knight, onde deverá haver uma alocação eficiente de recursos escassos. Minsky segue a visão Keynesiana onde a economia deve desenvolver-se através do investimento de capital. Este investimento de capital é acompanhado, naturalmente, pela troca de dinheiro no presente por dinheiro no futuro, onde o dinheiro no presente é utilizado para investir em recursos que trarão lucros futuros. Diferente da visão clássica onde o consumo presente é trocado pelo consumo futuro de bens, o Minsky enxerga o foco da economia no acúmulo de capital em tempo corrido. Um processo fundamental para o investimento se torna o financiamento através de passivos, ou um compromisso de pagar em datas estipuladas, ou conforme for possível. Minsky (1992b) cita uma passagem de Keynes, que afirma:

Há uma variedade de ativos reais no mundo que constituem nossa riqueza de capital – prédios, estoques de commodities, bens sendo produzidos ou transportados, e assim por diante. Os donos destes ativos, porém, frequentemente tomaram empréstimos de dinheiro para que possam adquiri-los. Desta maneira, os donos verdadeiros da riqueza possuem direitos a dinheiro, e não ativos reais. Esta relação se dá frequentemente através dos bancos, que agem como intermediadores, agindo como garantia entre os credores (depositantes no banco), e clientes que pedem empréstimos para comprar ativos reais. Este véu de dinheiro entre o dono do ativo real e o dono da riqueza é uma característica especialmente aparente no mundo moderno.

Minsky aponta, também, que o “véu de dinheiro” difere do uso clássico deste termo, que o utiliza para mostrar como a aquisição de bens através do dinheiro é, na verdade

apenas a troca de bens, com dinheiro sendo usado como um intermediário sem valor real. No mundo desenhado por Keynes, os fluxos de dinheiro para empresas vem da expectativa de lucros futuros, e o dinheiro que vai das empresas para os donos de riqueza no futuro vem dos lucros realizados. Dado isto, a relação intertemporal dos agentes e dos sistemas não é apenas no mercado de bens e trabalho, mas também no mercado que financia estes sistemas. Dependendo do conjunto de instituições e complexidade de estruturas separando empresas dos donos de riqueza, poderá haver uma série de camadas entre quem gera a riqueza e quem recebe o dinheiro advindo destas atividades. Esta complexidade gera uma nebulosidade com relação às quais unidades ou empresas devem para qual dono de riqueza, criando uma massa de devedores, financiados por uma massa de donos de riqueza, ao longo do tempo.

Minsky também indica, porém, que no mundo moderno não é possível limitar a análise econômica à relação do passivo das empresas e dono de riqueza, uma vez que existem outros agentes relevantes no sistema financeiro, tais como consumidores, governos, e empresas internacionais. A complexidade que estes agentes trazem à economia fazem com que as relações e o comportamento do sistema se modifique ao longo do tempo. Consumidores tomam crédito para comprar bens, governos para financiar projetos sociais e conduzir políticas, e empresas internacionais influenciam através do sistema de crédito internacional. Um exemplo de mudanças que estes agentes trazem ao funcionamento do sistema financeiro está na participação maior de governos como credores às instituições financeiras e empresas após a crise de 1929. Isto leva a uma vulnerabilidade menor da produção agregada da economia frente à crises, mas cria um viés inflacionário na economia.

Diferentemente da teoria clássica, a teoria de Minsky incorpora o sistema financeiro como uma atividade relevante de busca de lucros, ao invés de um instrumento de estabilização da economia. Assim como o restante dos participantes da economia, bancos e intermediadores financeiros conseguem lucros econômicos através da inovação. Desta maneira, a velocidade de circulação da moeda é variável no tempo de acordo com as inovações financeiras do sistema financeiro. Isto difere da teoria clássica, que mantém este indicador relativamente constante e relaciona diretamente a oferta de moeda com o nível de preços da economia. É neste ponto que os tipos de financiamento introduzidos por Minsky ('Hedge', 'Speculative' e 'Ponzi') afetam a economia.

Relembrando que o agente que se vale do financiamento 'Hedge' consegue pagar todas suas obrigações a partir dos fluxos de caixa advindos do investimento, quanto maior

é a parcela de patrimônio do investidor, e não dívida, no investimento, maior é a probabilidade de se encaixar neste tipo de financiamento. Unidades que se valem do financiamento do tipo 'Speculative' conseguem sanar os juros a partir dos fluxos advindos de investimento, mas terão de rolar a dívida para conseguir operando. No caso de agentes usando o financiamento do tipo 'Ponzi', os fluxos de caixa advindos do investimento não são suficientes para pagar nem os juros nem o principal. Neste caso, serão obrigados a vender ativos para conseguir pagar suas obrigações, ou seja, será necessário reduzir seu patrimônio para quitar sua dívida. Qualquer fator que dificulte o rolamento da dívida dos devedores nestas condições, o levará à inadimplência. Este caso ocorre mais frequentemente em situações de especulação, onde o objetivo do investimento é conseguir se aproveitar de uma valorização do ativo, sem ser necessário que o ativo renda fluxos de caixa por si só.

Numa economia em que predomina o estilo 'Hedge' de financiamento, a economia caminha em direção ao equilíbrio. Em períodos prolongados de prosperidade, porém, os agentes da economia se tornam mais confiantes, e suas expectativas sobre o futuro mudam. Acreditando que crises foram superadas e que as chances de ocorrerem novamente foram mitigadas, os agentes tomam dívidas mais arriscadas e começam a se valer de financiamento do tipo 'Ponzi'. Desta maneira, a economia como um todo se torna mais frágil e vulnerável a revisões de expectativas, ou mudanças de taxas de juros, entre outros fatores. Um aumento na taxa de juros levará aos agentes 'Ponzi' à inadimplência, levando a um efeito cascata de redução da expectativa de lucros futuros e redução de crédito disponível, afetando também a possibilidade de rolamento de dívida dos agentes tipo 'Speculative', e a possibilidade de investimento dos agentes 'Hedge'. Este processo é o que cria uma depressão forte, conforme descrito por Minsky. Esta crise, que se dá após um período prolongado de crescimento da economia, é comumente chamado de 'Minsky Moment' ou 'Minsky Crisis' na literatura.

A grande contribuição desta teoria, é que não necessita de choques externos para explicar ciclos de negócios, e crises econômicas. A hipótese endogeneiza as oscilações da economia e o comportamento cíclico dos agentes.

Capítulo Dois: O Desenvolvimento e a Crise Na Irlanda

A. O Desenvolvimento da Economia Irlandesa entre 1960 e Meados da década de 1990

A economia Irlandesa presenciou um desenvolvimento econômico tardio em relação a outras economias europeias. O PIB per capita irlandês em 1960 era de US\$684,00 enquanto que o Reino Unido vivia com US\$1.381,00, a França US\$1.320,00 e os EUA US\$2.881,00 (todos em cotações de Outubro de 2013). A situação econômica se aproximava mais a países como Trinidad e Tobago US\$637,00 ou Grécia com US\$534,00 (Fonte: FMI World Economic Outlook 2013). Em 2007 esta situação havia se revertido. A Irlanda passava a fazer parte da União Europeia, havia aderido ao Euro e já era conhecida como o Tigre Celta havia alguns anos. O PIB per capita em dólares atuais chegou a US\$59.287,00 na Irlanda, enquanto nos EUA era de US\$46.349,00, no Reino Unido US\$46.330,00 e na França US\$40.342,00. Na Grécia e Trinidad e Tobago o PIB per capita era respectivamente de US\$27.228,00 e US\$16.591,00 (Fonte: Banco Mundial).

O desenvolvimento econômico durante as décadas de 1960 a 1990 foi pautado muito em uma abertura econômica e políticas de favorecimento à exportação. Houve também um foco em investimento em capital humano que propiciou o desenvolvimento de atividades de maior valor agregado. Este movimento seguiu em resposta às políticas altamente intervencionistas das décadas anteriores. Protecionismo industrial levou a um crescimento das manufaturas ao longo das décadas de 1930 e 1940, mas perdeu força na década de 1950. Com um crescimento reduzido, houve uma crise do balanço de pagamentos e uma adoção de políticas contracionistas que impulsionou uma emigração em massa do país ao longo da década. Tal conjuntura nacional trouxe à tona os problemas vinculados ao protecionismo e influenciou as políticas que seguiram

A partir da década de 1950, a Irlanda seguiu uma política econômica de liberalização, se distanciando do passado protecionista do governo. Predominou um pensamento fundamentado na tese de que o país devesse se tornar mais competitivo abrindo o mercado para importações e ganhar acesso aos mercados internacionais. Esta abertura comercial levou a um efeito em cascata onde o aumento do investimento direto

estrangeiro trouxe avanços tecnológicos e inovação para o país. Esta difusão de tecnologia e inovação, características fundamentais para o crescimento de longo prazo de uma economia através do *spillover* postulado por Coe e Helpman (1995), e foi um fator determinante no crescimento que viria nas décadas seguintes. Além disso, a abertura econômica foi importante para sinalizar para a comunidade internacional a vontade do país a aumentar a conectividade com a comunidade internacional, levando a uma adesão à União Europeia em 1973, ao Sistema Monetário Europeu em 1979, e eventualmente ao Mercado Unificado Europeu em 1993, e à União Monetária Europeia em 1999.

Ao revogar leis protecionistas como o *Control of Manufactures Act* de 1958, a Irlanda iniciou este processo de liberalização econômica que seguiria até meados da década de 1970. Este processo foi marcado por um aumento da eficiência administrativa do país, subvenções em capital, incentivos fiscais, redução de restrições à remessa de lucros, melhorias na infraestrutura de transportes e comunicações, e maior transparência no sistema legal e administrativo. Incentivos fiscais foram introduzidos nos anos 1950 e se destinaram à produção de manufaturas e atividades exportadoras.

Além disto, foram instaladas políticas educacionais que traziam ensino fundamental gratuito e ensino superior a baixo custo. Com o *baby boom* na década de 1970 (Éinrí, 1997) e a política de democratização da educação, a Irlanda viu um fluxo crescente de população com alto nível educacional entrando no mercado de trabalho a partir da década de 1990 (Fortin, 2000).

Na década de 1970 até meados da década de 1980, porém, a Irlanda viveu uma crise fiscal acentuada, com uma dívida pública expressiva e um déficit fiscal. Em resposta à crise do petróleo de 1973 e a desaceleração econômica mundial, o governo passou a adotar políticas fiscais expansionistas para fomentar a economia. A dependência da economia ao cenário econômico e investimento mundial fez com que a crise afetasse a economia irlandesa desproporcionalmente. Até 1986, o déficit fiscal era próximo de 10% do PIB, como pode ser visto na figura 4, abaixo, e a dívida líquida atingiu seu pico em mais de 110% do PIB ao final da década. O país pagava 10% do PIB em juros ao ano.

Déficit/Superávit do Governo Irlandês como Porcentagem do PIB (1983-2000)

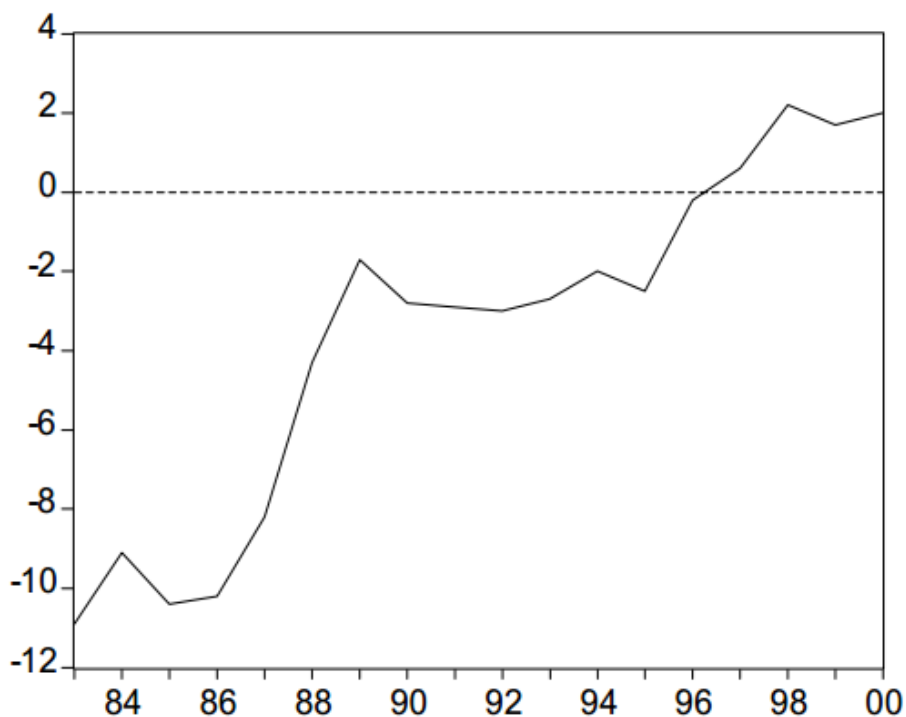


Figura 4: Saldo fiscal do governo irlandês 1983-2000 (% do PIB). Fonte: OECD, retirado de Fortin, 2000

Com isto, o governo implementou fortes políticas de austeridade fiscal, reduzindo os gastos de mais de 50% do PIB para 39% ao longo da década, como é visto na Figura 5. Neste período, medidas de desvalorização monetária foram introduzidas aumentando a instabilidade macroeconômica. Além disto, a Irlanda recebeu aportes de capital significantes da União Europeia na forma de “fundos estruturais”, ao final da década de 1980 e início da década de 1990. Estes fundos eram utilizados no investimento em infraestrutura e capital humano. Estes fundos estruturais, apesar de controversos na comunidade europeia, foram fundamentais em auxiliar o governo a controlar seu orçamento. A crise de endividamento, e a subsequente política fiscal contracionista, levaram a uma onda de emigração, porém desta vez eram os trabalhadores com maiores níveis educacionais e altamente qualificados, o que causou uma grande perda de capital humano na década. No início da década de 1990 a situação havia se revertido, e o déficit fiscal diminuiu para 2% do PIB, e as contas públicas se tornaram superavitárias em 1997.

Gastos Públicos como Porcentagem do PIB

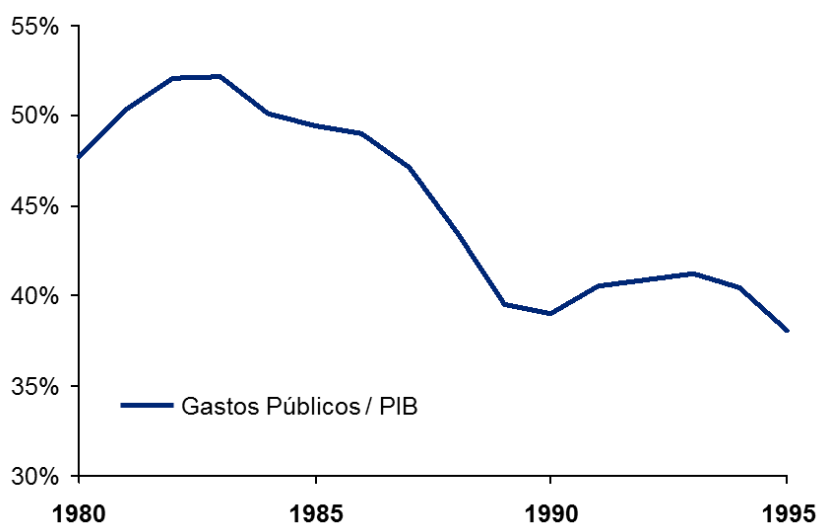


Figura 5: Exportações em % do PIB - Irlanda vs Mundo.

Fonte: Central Statistics Office Ireland (<http://www.cso.ie/en/databases/>); Department of Finance (<http://www.finance.gov.ie/>)

Apesar da crise, e perda de capital humano no período, a Irlanda conseguiu manter um crescimento de produtividade invejável até o final da década de 1990. Entre 1976 e 2000, a produtividade do trabalhador irlandês cresceu uma média de 3,3%, perdendo apenas para a Coreia do Sul neste período dentre os países-membro da OECD. A melhoria deste indicador ao longo do período pode ser explicada pela migração da população trabalhadora do setor primário, que ocupava 40% da população em 1960 enquanto que em 2000 ocupava 9% (Fortin, 2000). O investimento em educação, porém, foi fundamental quando a economia se recuperou da crise fiscal, em meados dos anos 1990, e possibilitou o crescimento alto que seguiria no período do “Tigre Celta”.

B. Anos do Tigre Celta: Meados da Década de 1990 até 2000

Após a crise fiscal e a recuperação vivida até o início da década de 1990, o país já havia passado por mudanças estruturais e institucionais ao longo das décadas anteriores que possibilitariam um crescimento substancial. Entre 1989 e 2000, a renda per capita aumentou em 97%, e a renda real per capita aumentou de 50% do nível Estadunidense em 1989 para 74% em 1999 (Fortin, 2000). Boa parte deste aumento de renda era proveniente das operações de empresas estrangeiras, e a remessa líquida de lucros representava 12,5% do PIB em 1999.

No mesmo período, o desemprego irlandês melhorou drasticamente, saindo de aproximadamente 14% em 1983 para 4,2% em 2000. De acordo com Fortin (2000), boa parte desta melhoria é devido ao movimento da taxa de desemprego se aproximando à taxa natural que vigorava antes da crise fiscal da década anterior. Além disso, a melhoria pode ser também atribuída à maior participação das mulheres no mercado de trabalho do que era comum historicamente. Podemos ver na figura 6 que o desemprego entre mulheres melhorou ainda mais do que a média nacional, saindo de um patamar de mais de 15% para um nível menor do que a média do país. É notável que este movimento se deu, mesmo com uma alta taxa de imigração para o país neste período.

Taxa de Desemprego Anual Média vs. Taxa de Desemprego Entre Mulheres

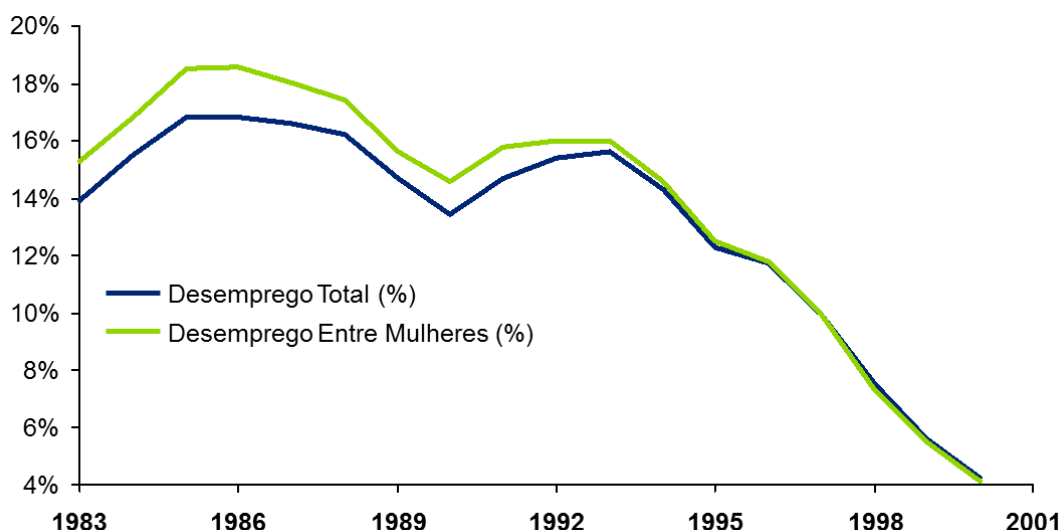
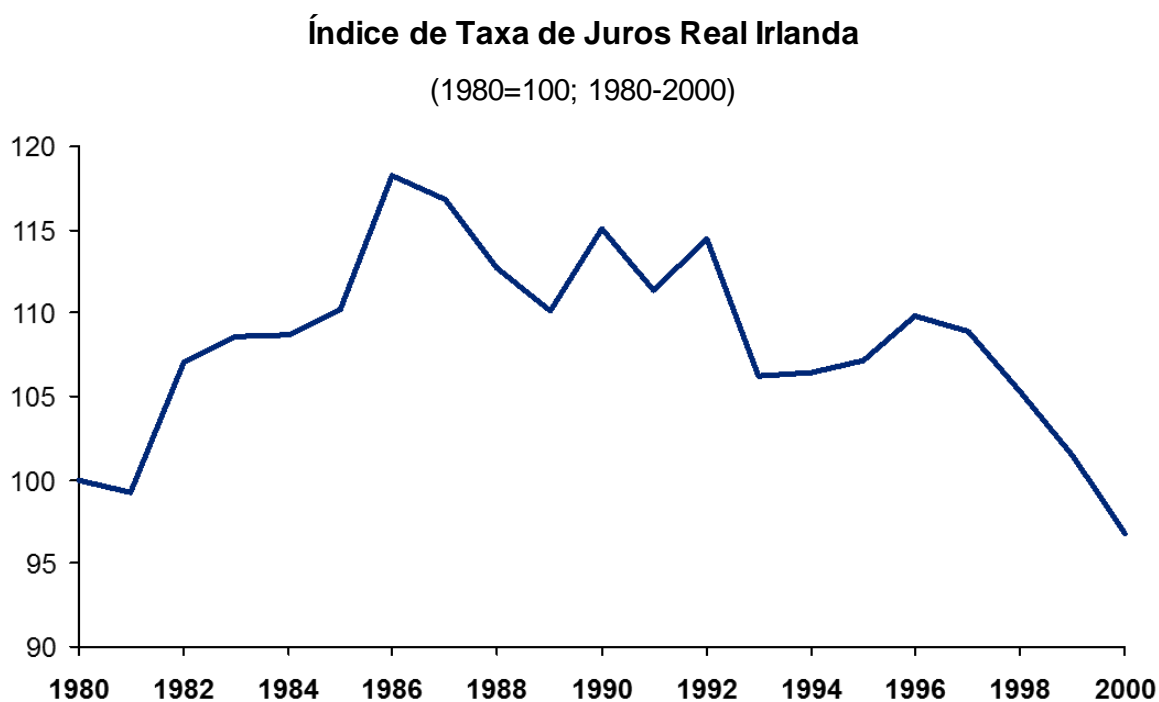


Figura 6: Taxa de Desemprego Total vs. Mulheres (% da PEA desempregada).
Fonte: Eurostat

Outro fator predominante no crescimento pós-crise fiscal foi a redução dos juros reais. De acordo com Fortin (2000), o prêmio colocado na taxa de juros irlandesa ao longo da década de 1980 e início de 1990, pelo risco associado à crise fiscal, desapareceu quando houve a percepção de que o governo havia resolvido seu problema orçamentário. Além disto, a entrada à União Monetária Europeia fez com que o risco cambial do país se tornasse praticamente nulo aos olhos de investidores externos, além de que a taxa de juros da economia agora era determinada em Frankfurt, não domesticamente. Estes fatores levaram a uma queda expressiva na taxa de juros na Irlanda (figura 7) e facilitaram o acesso a crédito internacional. A nova conjuntura, consequente das medidas estabilizadoras tomadas ao longo das décadas, aliada aos baixos impostos de manufatura instaurados décadas antes, também favoreceu a entrada de investimentos estrangeiros, principalmente advindos dos Estados Unidos.



*Figura 7: Índice de taxa de juros real (1980=100).
Fonte: World Bank*

Fortin (2000) indica que o aumento significativo de investimento estrangeiro na Irlanda foi causado por uma série de fatores que coincidiram com o bom momento da

economia irlandesa. A melhora do mercado europeu atraiu principalmente investidores americanos, que passavam por um momento positivo em sua própria economia com um acúmulo buscavam oportunidades de investimento na UE. A Irlanda atraiu principalmente empresas de alta tecnologia e empresas químicas neste período, que necessitavam de mão de obra qualificada. Murphy (2000) mostra que em 1993 as cinco principais empresas multinacionais estrangeiras de alta tecnologia utilizavam 11% da mão de obra do setor manufatureiro e geravam 43% da produção, enquanto que em 1996 as mesmas empresas detinham 14% da mão de obra do setor, mas agora eram responsáveis por 53% da produção. No mesmo período, o setor de manufaturas foi de 70% de produção de multinacionais estrangeiras para 77%. Ou seja, as empresas estrangeiras que já eram relevantes na economia, se tornaram ainda mais relevantes na década de maior crescimento do país.

Apesar do influxo de capital e crescimento da economia, este processo não foi inflacionário nos anos 1990, como pode ser notado na figura 8. Fortin (2000) mostra que isso foi possível principalmente devido a moderação no aumento de salários. Enquanto que os salários representavam 52% do PIB em 1986, em 1998 chegaram a ser apenas 42%, apesar do aumento de produtividade. Este fenômeno gerou mais lucro empresarial e criou ainda mais incentivo para empresas se instalarem no país. Esta moderação foi fruto de negociações periódicas desde 1987. Este processo se reverteria no período que antecedeu a crise mundial.

Whelan (2011) expõe o desenvolvimento da Irlanda neste período com enfoque maior em fatores demográficos e de política econômica. A Irlanda teve como foco políticas neoliberais, acompanhando as recomendações e o ambiente econômico mundial no período. Com início na década de 1970 e o fim do acordo Bretton Woods, o mundo experienciou uma redução em regulamentações e maior abertura comercial em diversos países. Via de regra, as instituições supranacionais recomendavam o fim do protecionismo como política externa e comercial.

Inflação Irlandesa

(%; 1985-1999)

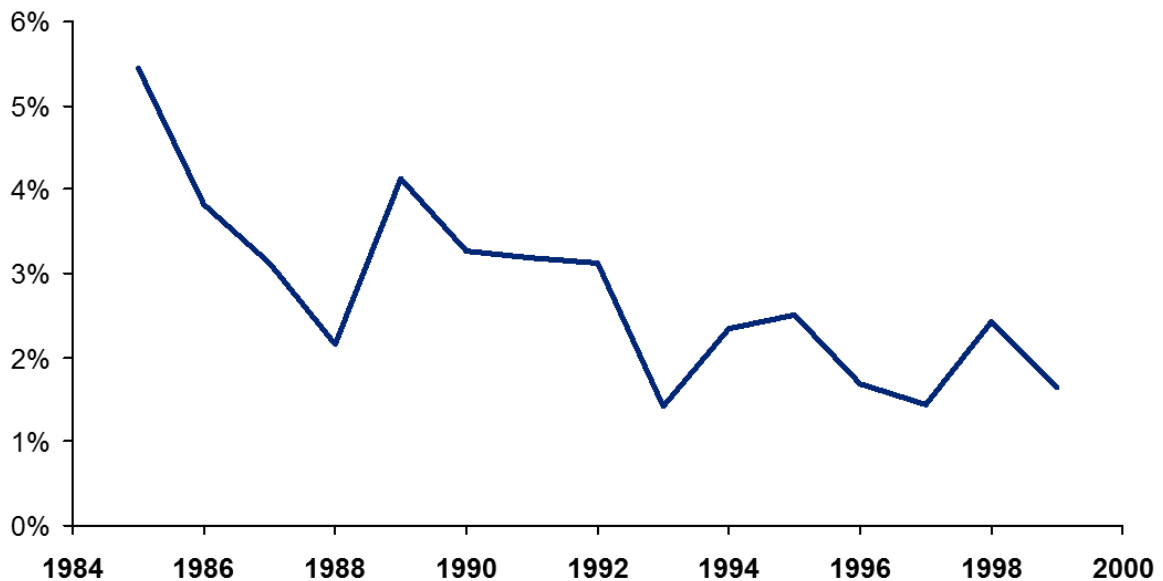


Figura 8 Taxa de Inflação Irlandesa (%; 1985-1999).

Fonte: World Bank

As políticas de incentivo à exportação vieram junto de medidas que permitissem a adequação da Irlanda a União Europeia. Como exposto em Lane (2011), muito do desenvolvimento econômico veio como uma rápida convergência impulsionada pela crescente interação da Irlanda com seus vizinhos Europeus. Os incentivos à exportação vieram na forma de abertura para Investimentos Diretos Estrangeiros. Esta integração viria a abrir precedente para o alto endividamento irlandês que levou a crise.

O gráfico abaixo (Figura 9) evidencia a dependência da economia Irlandesa em exportações e a tendência crescente desde a década de 1970, contando com a sua inserção na zona de livre comércio europeu em 1973.

Export share in GDP in Ireland, %, 1970-2011

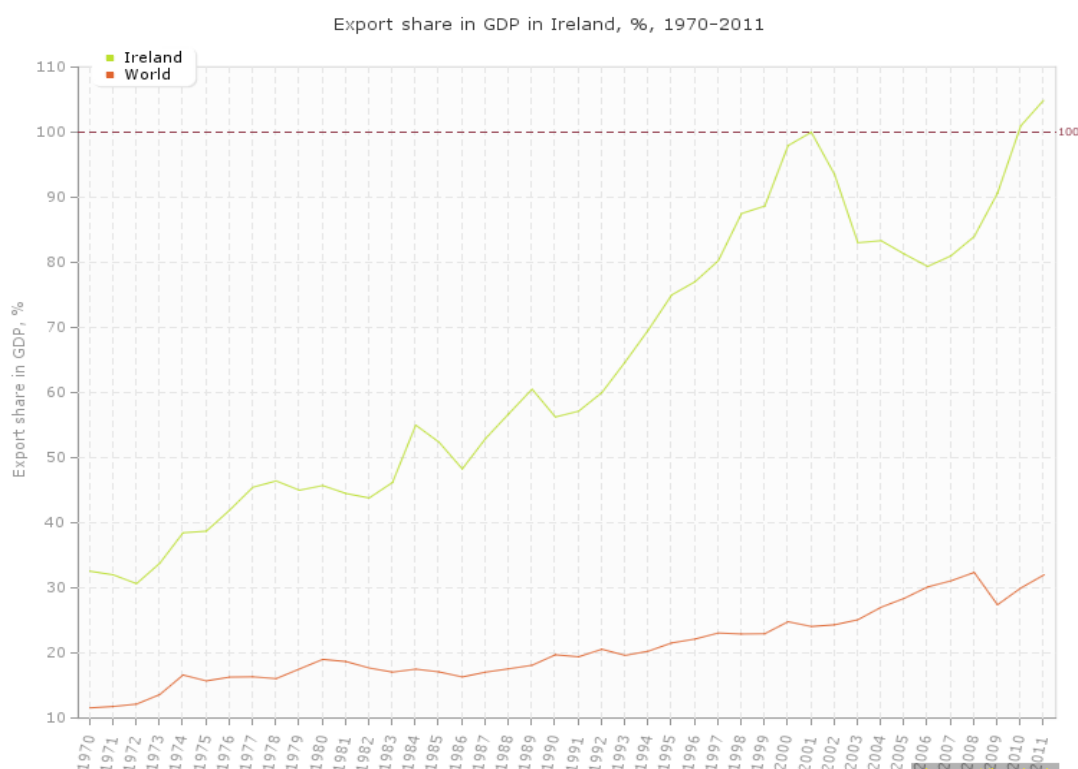


Figura 9: Exportações em % do PIB - Irlanda vs Mundo.

Fonte: http://kushnirs.org/macroeconomics/export/export_ireland.html

O autor também ressalta a importância do incentivo e expansão do acesso à educação de segundo grau. Estes investimentos possibilitaram um ganho em produtividade que alteraram o padrão industrial que pautou a política de incentivo à exportação.

Lane (2011) mostra que o crescimento a partir da década de 1990 trouxe como benefício um padrão de produção e troca mundial que favoreceu a Irlanda. A natureza da localização da produção de bens tecnológicos – denominados de 'high value – low weight' – permitiu a Irlanda adquirir uma posição de vantagem. Estes produtos são caracterizados pelos microchips e outros derivados dos avanços em computação e informática. Estas indústrias necessitavam de trabalho qualificado, os investimentos em educação na década de 1960 viriam a ser muito adequados para esta função.

Abaixo (Figura 10) um mapa revela a posição de liderança em produtividade do trabalhador na Irlanda em comparação com outros países europeus.

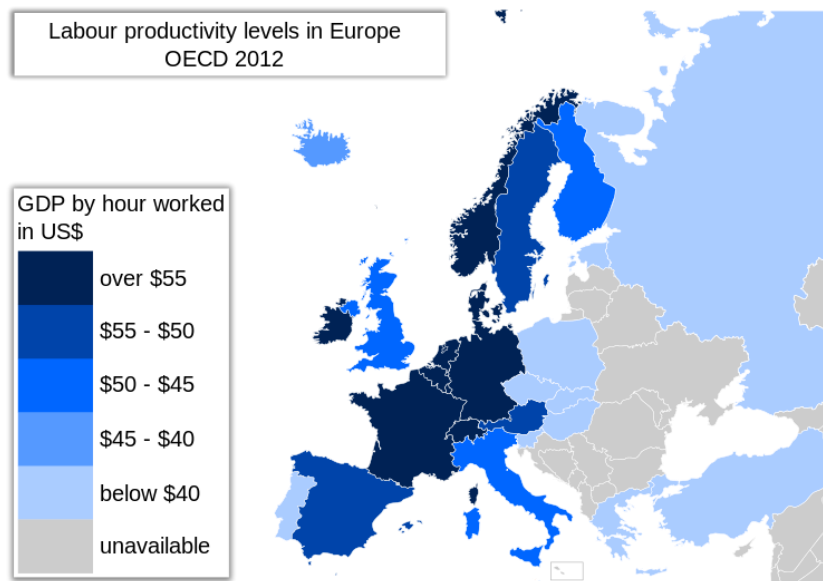


Figura 10: Produtividade do trabalhador na Europa. Fonte: OECD

Este perfil de desenvolvimento industrial focado nas tecnologias de alto valor agregado veio em conjunto de um aumento no investimento direto estrangeiro. Via de regra, muito da industrialização veio da inserção de fabricas terceirizadas para a Irlanda.

Independentemente do desenvolvimento contínuo das políticas neoliberais, a Irlanda enfrentou oscilações no seu desenvolvimento em especial na década de 1980. Como retratado em Whelan (2011), a estabilidade macroeconômica veio apenas após a crise enfrentada em 1987, exposta na seção anterior.

Ambas as pesquisas (Whelan, 2011; Lane, 2011) concordam na relevância das políticas de austeridade iniciadas em 1987 para preparar o crescimento excepcional da década de 1990. A contenção de gastos públicos permitiu um equilíbrio das despesas públicas e a estabilização da dívida irlandesa.

A liberalização econômica, os incentivos ao investimento estrangeiro e o alcance da estabilidade macroeconômica permitiram um ambiente propício ao crescimento desenfreado irlandês. Um último fator apresentado pelos autores foi a característica demográfica, que criou uma massa de trabalhadores qualificados em relativamente pouco tempo, devido ao *boom* demográfico e democratização da educação, mencionados na seção anterior. Este bônus demográfico permitiu um crescimento substancial do PIB, com um subsequente aumento na base de arrecadação possibilitando consequentes reduções de impostos sem permitir um descontrole das contas públicas.

Ao final da década de 1990 a Irlanda apresentava uma economia pautada em um alto nível de industrialização através do investimento direto de grandes corporações especialmente dos EUA e Reino Unido. Isto permitia um superávit comercial e um acesso a fontes de capitais de diversos países. A abertura comercial também permitiu o desenvolvimento do sistema bancário. As políticas internas continuaram seguindo os padrões internacionais de desregulamentação, influenciando, também, o sistema financeiro irlandês.

Esta abertura comercial e financeira permitiria o crescimento que atraiu investimento em capital externo, principalmente dos Estados Unidos (Fortin, 2000). As políticas de abertura comercial, incentivos industriais e fiscais e a capacitação da força de trabalho atraíram significativos aportes de capital para o país. Tal dependência comercial de outros países, no fim, gerou uma fragilidade e exposição a uma recessão global.

C. Desenvolvimento de 2000 a 2007

Ao final da década de 90, a economia irlandesa havia passado por um período curto, mas intenso de transformação. O crescimento começou a se estabelecer em níveis mais baixos do que a década anterior, mas se manteve forte. A economia continuava crescendo, mas agora mostrando sinais de encontrar um equilíbrio na nova conjuntura do país. Alguns setores ainda se ajustavam à nova situação do país, inclusive o mercado imobiliário. Somerville, em seu trabalho 'Housing Tenure in Ireland' (2007), estimou que a Irlanda possuísse um dos menores estoques de casas per capita da União Europeia (Whelan, 2013). A partir de 2000, houve uma grande pressão de crescimento no mercado imobiliário, fundamentado pelo crescimento populacional economicamente ativo e o crescimento rápido da renda média do país. Além destes fatores, a União Econômica e Monetária da UE permitiu uma redução dos juros (Figura 11), causando um aumento ainda maior dos preços no mercado (Figura 12).

Whelan (2013) mostra que o mercado imobiliário respondeu com uma expansão expressiva na construção. O estoque de casas, que havia crescido de 1,2 milhão em 1991 a 1,4 milhão em 2000, chegou a 1,9 milhão em 2008. A construção de casas foi de 19 mil em 1990, para 50 mil em 2000, e 93 mil em 2006 (Figura 13). Com a economia já próxima ao pleno emprego, devido ao crescimento da década anterior, houve uma massa de

imigração para suprir a necessidade de trabalhadores no crescente mercado de construção. Este fenômeno aumentou ainda mais a demanda por domicílios no país.

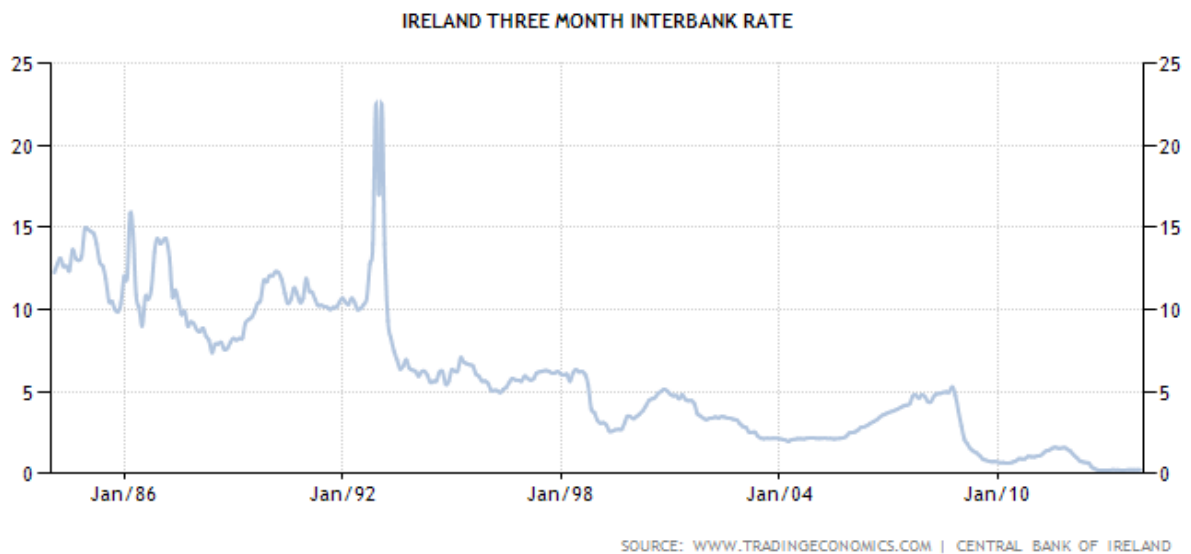


Figura 11: Taxa de Juros Interbancária de Três Meses da Irlanda

Fonte: <http://www.tradingeconomics.com/ireland/interbank-rate>

Índices de Preços Domiciliares nos EUA e Irlanda

1996 - 2010 (Trimestral; Q1-2006 = 100)

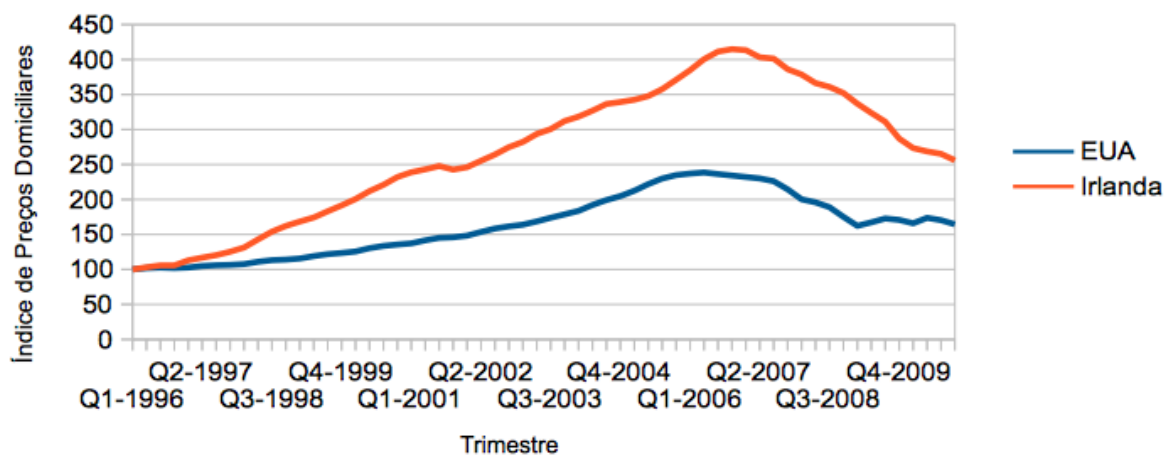


Figura 12: Preços Domiciliares – Irlanda (ESRI House Price Index) e EUA (S&P/Case-Schiller U.S. National Home Price Index)

Fonte: http://www.esri.ie/irish_economy/permanent_tsbesri_house_p/
<http://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-case-schiller-us-national-home-price-index>

Construção de Novos Domicílios

1970 - 2011

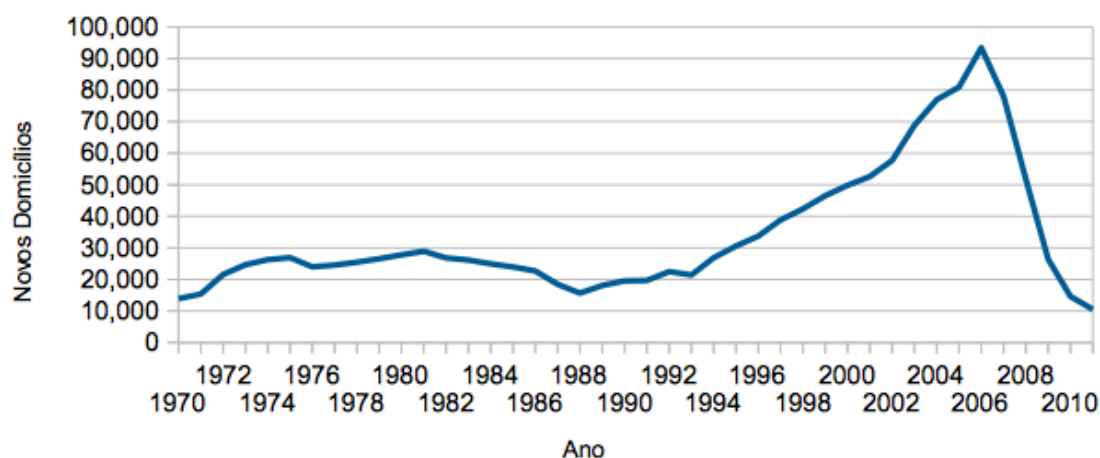


Figura 13: Construção de Novos Domicílios – Irlanda

Fonte: <http://www.environ.ie/en/Publications/StatisticsandRegularPublications/HousingStatistics/>

Estes fatores, em conjunto, levaram ao crescimento exacerbado da economia e, em particular, do setor imobiliário e de construção. Apesar do aumento de preços, a baixa da taxa de juros e o crescimento do setor geraram uma disposição maior nos indivíduos a comprarem imóveis. Os bancos começaram a ter uma participação mais ativa a partir de 2003 neste processo, na medida em que disponibilizavam cada vez mais crédito para a compra de domicílios. Os bancos passaram a concorrer agressivamente para financiar os compradores de imóveis, e passaram a modificar a maneira de avaliação de devedores, possibilitando empréstimos com altos valores de LTV (loan-to-value), mesmo para devedores com condições duvidosas de ressarcimento (Honohan, 2010). Esta facilitação das condições de crédito não se restringiu a compradores, mas também foi aplicada às incorporadoras de imóveis, e foi a grande causa de fragilidade nos bancos.

Contratos complicados e ativos financeiros com colaterização cruzada de imóveis, geraram uma dificuldade de avaliar o verdadeiro risco destas aplicações. Os bancos tentavam mitigar o risco de queda de preços ao incluir imóveis em geografias diferentes, mas uma queda de preços geral da indústria tornaria grande parte dos empréstimos irrecuperável. Desta maneira, os credores estavam muito mais expostos a risco do que imaginavam.

Além disto, a situação de euforia fez com que os bancos procurassem fundos no resto do mundo para financiar suas operações na Irlanda. Honohan (2010) mostra que o endividamento líquido externo dos bancos foi de 10% do PIB em 2003 para mais de 60% em 2008. Mais de 60% deste endividamento era destinado ao mercado imobiliário.

A euforia vigente no início dos anos 2000 não se limitou ao setor privado. O governo irlandês também superestimou a sustentabilidade da situação na época e começou a aumentar os gastos públicos, ao mesmo tempo em que reduziu as aplicações e taxas de imposto de renda. A arrecadação do governo estava em alta devido ao crescimento de operações financeiras e lucros bancários, e aproveitou a situação para desonerar a população. Ao mesmo tempo em que esta medida segurou o crescimento salarial, fez com que o setor público ficasse mais exposto ao risco do mercado financeiro (Honohan, 2010). Na época este processo não se tornou tão aparente devido ao crescimento do PIB, e apenas começou a se evidenciar a partir de 2003, quando o crescimento iniciou o processo de estabilização. Além disto, o governo implementou medidas para fomentar o setor imobiliário, com o objetivo de facilitar a compra de imóveis.

D. A Crise na Irlanda e a Reação da Política Econômica

Havia uma série de indícios de uma bolha no mercado imobiliário na Irlanda, principalmente o aumento dos preços domiciliares e o aumento de crédito destinado à compra de imóveis. Em 2007, os preços começaram a diminuir (Figura 12), fazendo com que compradores preferissem esperar por preços melhores para realizar a compra de imóveis, e portanto reduzindo a demanda. Isto levou a uma paralisação abrupta do crescimento do setor, e levou a um aumento do desemprego no país (Figura 14).

Dada a dependência da economia irlandesa neste setor, houve uma queda expressiva na arrecadação de impostos. O governo havia se tornado gradativamente mais dependente deste setor, e com a contração da indústria, o governo passou a arrecadar menos, e pagar mais benefícios sociais, inclusive desemprego. Este processo levou o governo, que estava acostumado a grandes superávits nos anos antecedentes, a ter cada vez maiores déficits fiscais. Sem um reajuste fiscal, o governo entraria em crise.

O governo subsequentemente implementou uma série de medidas contracionistas em resposta ao enfraquecimento das contas públicas (Whelan, 2013). Impostos de renda

aumentaram, salários de funcionários públicos diminuíram, gastos públicos que não eram destinados à seguro desemprego foram reduzidos, e investimentos de capital foram cortados. Esta reação representa uma das respostas orçamentarias mais severas (em termos de impacto no PIB) que o FMI identificou entre os países desenvolvidos (IMF October 2010 World Economic Outlook).

Percentual de Força de Trabalho Desempregado (Linha preta) Comparado com o Percentual Empregada no Mercado de Construção (Linha azul)

(eixo y = pontos percentuais)

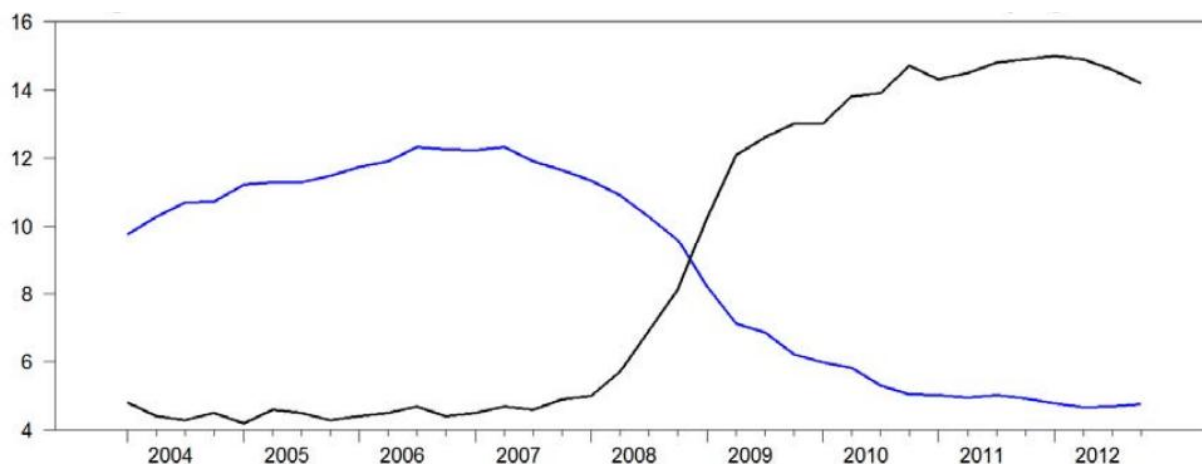


Figura 14: Parcela da PEA Irlandesa no Mercado de Construção e Parcela Desempregada – Irlanda

Fonte: Whelan, Karl. *Ireland's Economic Crisis the Good, the Bad and the Ugly*. 2013

Tal situação levou a um enfraquecimento significativo da confiança mundial nos bancos irlandeses, que estavam extremamente expostos ao mercado imobiliário local, e dificultou de maneira expressiva a capacidade de atrair fundos no mercado estrangeiro. Após a falência do banco Lehman nos EUA, a Anglo Irish (o maior banco irlandês da época) abordou o governo em busca de assistência para que pudessem sanar suas dívidas no curto prazo. Os demais bancos do país estavam preocupados com uma possível inadimplência da Anglo Irish e a repercussão que isto teria nas suas próprias operações, que também estavam enfraquecidas.

Whelan (2013) mostra que até hoje existem pedidos de investigação das reuniões que sucederam entre os bancos e reguladores neste período. O resultado destas negociações foi uma garantia pública de todos os passivos de curto e longo prazo dos bancos irlandeses ao longo dos dois anos seguintes. O autor também ressalta que é um

caso único na Europa de garantia pública geral dos passivos dos bancos, e que isto impediu a possibilidade de reestruturação dos bancos insolventes. Esta atitude mostra a relutância do governo em acreditar que havia um problema no sistema financeiro, e sua crença de que era apenas um problema derivado da conjuntura mundial, e que seria passageira.

Honohan (2009) ressalta que em situações de subcapitalização, há um incentivo adverso nos bancos de tomar decisões mais arriscadas, uma vez que uma perda não prejudicará de maneira significativa o banco, mas um ganho será positivo para os acionistas. Isto faz com que uma simples garantia não seja suficiente para resolver o problema dos bancos. Torna-se necessária, também, uma injeção de capital. De preferência uma em que os acionistas tem responsabilidade sobre o capital inserido no banco, reduzindo o incentivo a realizar apostas.

O autor aponta que este caso é válido em bancos onde os acionistas têm poder de decisão no dia a dia do banco direta ou indiretamente. Em bancos geridos por banqueiros profissionais, contratados, seus ganhos advém de manter seu posto (ao invés de através de participação dos lucros) e portanto possuem um incentivo para que o banco não se torne insolvente. Estes bancos se tornam mais conservadores e avessos a risco. Neste caso, o banco tem uma tendência a se tornar ainda mais subcapitalizados em situações de desaceleração econômica, e também necessitam de injeção de capital.

O que sucedeu de fato na Irlanda, foi uma injeção bilionária de capital nos principais bancos do país ao final de 2008 (Whelan, 2013). No início de 2009, diversas irregularidades foram denunciadas, e a Anglo Irish foi nacionalizada. Em Maio daquele ano, o banco anunciou uma perda de € 4 bilhões, e uma perspectiva de perdas continuadas ao longo do ano. Tornou-se evidente que, para manter qualquer tipo de confiança internacional nos bancos irlandeses, seria necessário reestruturar o perfil do balanço deles. Foi criada uma agência encarregada de comprar créditos imobiliários dos bancos a preços descontados. O NAMA (sigla inglesa para 'Agência Nacional de Gerência de Ativos'), comprou ao longo de 2010 estas dívidas concedidas pelos bancos irlandeses, e com a continuada disponibilização de crédito por parte dos bancos ficou evidente que o custo para o governo seria exorbitante. O déficit público em 2010 foi de 32% do PIB, e criou a preocupação no mercado internacional de que a situação dos bancos levaria à inadimplência do governo irlandês. Esta preocupação fez com que a garantia do governo

não tinha mais o efeito de mitigar as expectativas negativas com relação aos bancos do país. Houve uma corrida bancária dos depósitos de não residentes nos bancos irlandeses, caindo quase 30% em poucos meses. Devido a este fenômeno, os bancos recorreram ao banco central Europeu, buscando novas fontes de financiamento. A dívida destes bancos mais do que dobrou entre Abril e Setembro de 2010 (Whelan, 2013).

Em Novembro de 2010, o governo irlandês foi obrigado a buscar ajuda do FMI e do Banco Central Europeu. O país foi obrigado a aceitar uma série de medidas necessárias para que recebesse o apoio destes entes, sob a ameaça de cessão de qualquer ajuda ao sistema bancário irlandês. A medida mais prioritária era a estruturação do sistema bancário, que se deu através da recapitalização e nacionalização de mais dois bancos. Houve uma injeção ainda maior de fundos nos principais bancos, e uma série de medidas impostas para reduzir a exposição dos bancos. Whelan (2013) ressalta que mesmo com a quantidade relevante de fundos destinados aos bancos irlandeses, esta quantia ainda representa uma parcela menor do que a metade do aumento total do déficit público no mesmo período. Isto indica que o governo provavelmente teria de recorrer ao FMI e à Comissão Europeia de qualquer maneira, se não houvesse uma reestruturação fiscal significativa, como foi feita em decorrência do acordo de 2010.

As ações do programa tiveram algum sucesso em desalavancar os bancos, mas ainda não foram capazes de chegar a um ponto que se possa liberar o crédito na economia. Ainda há uma falta de crédito disponível na economia, e ainda existem incertezas em volta da qualidade dos ativos em posse dos bancos. Apesar de a NAMA comprar a maioria dos ativos bancários, os bancos ainda detêm uma grande parcela de créditos feitos a empreendimentos imobiliários. O setor também não se recuperou, visto pelo grande número de atrasos no pagamento de hipotecas; 20% das hipotecas sofriam atrasos ao final de 2012, de acordo com Whelan (2013).

Outro objetivo do programa imposto pela FMI e Comissão Europeia/Banco Central Europeu era o ajuste fiscal do governo irlandês. Apesar da vontade pública, o governo foi obrigado a aceitar um programa de contração de gastos e aumento de impostos que levariam a um ajuste fiscal de mais de € 5 bilhões ao final de 2010, com ajustes subsequentes de € 3,5 bilhões ao final de 2011 e 2012. Com a renegociação da dívida da Irlanda frente à comunidade europeia, a Irlanda conseguiu melhorar as condições de pagamento e reduzir o custo para o país desta dívida. Outro fator que ajudou a

negociação de financiamento com a comunidade europeia foi o pagamento de dívidas relacionadas ao maior banco, Anglo American, com a liquidação deste banco no início de 2013. Apesar de gastos públicos exacerbados com seguro desemprego e saúde, o governo foi capaz de se manter dentro dos limites orçamentários com cortes em outros custos. Esta política de austeridade teve efeitos visíveis na economia, com o desemprego em patamares elevados (Figura 14) e queda significativa no do PIB per capita (Figura 15).

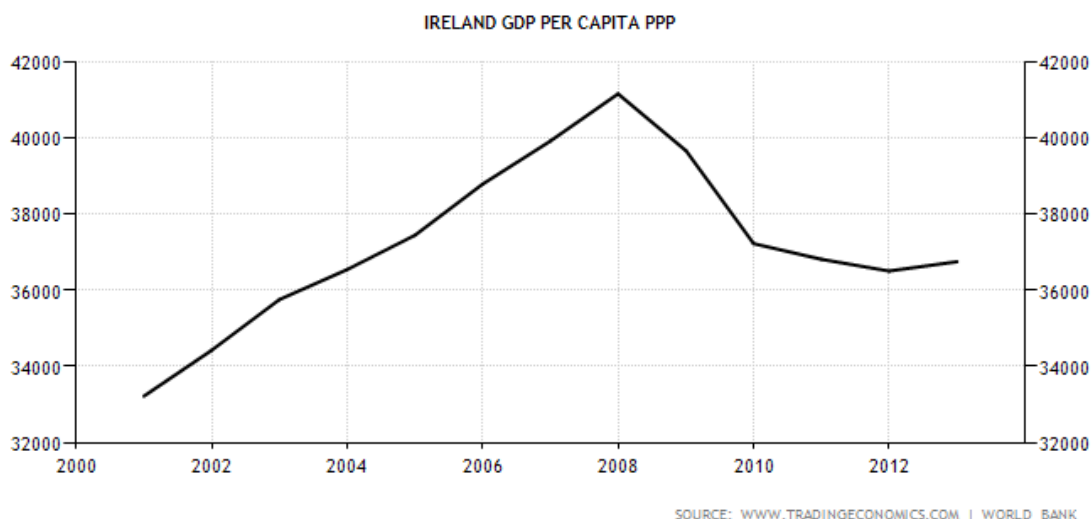


Figura 15: Produto Interno Bruto per Capita (PPP - US\$) – Irlanda
Fonte: <http://www.tradingeconomics.com/ireland/gdp-per-capita-ppp>

Capítulo Três: A Crise sob a Ótica de Minsky

Podemos ver alguns dos conceitos apresentados por Minsky, Schumpeter e Keynes no decorrer da história econômica recente da Irlanda. Mudanças institucionais, um longo período de crescimento e mudança, geração de expectativas positivas, e inovações tanto na economia real quanto no mercado financeiro se complementando. Apesar disto, não é possível identificar os fatores que levaram os agentes da economia a tomarem as decisões que tomaram apenas olhando para os valores agregados do país. Ao olhar para os indicadores econômicos, vemos o as causas e resultado em termos financeiros e econômicos, e talvez a evolução das decisões que trouxeram este resultado, mas não conseguimos fazer uma análise muito aprofundada das influências que motivaram elas. Este capítulo se valerá de uma análise mais fundamentada em conceitos de economia comportamental para fazer a articulação entre os resultados apresentados, e as teorias de Minsky sobre a evolução da economia.

Lunn (2011) faz uma análise da crise bancária irlandesa baseada na psicologia inerente às decisões humanas. Se valendo das teorias existentes de economia comportamental, o autor discute os vies psicológico inerente às pessoas que podem afetar as decisões econômicas de uma sociedade. Na maior parte das crises, ficam mais evidentes as decisões errôneas tomadas no passado. No caso da Irlanda, diversos agentes tomaram decisões das quais se arrependeriam futuramente, por uma série de razões. Empresas se sobrecarregaram, banqueiros emprestavam dinheiro irresponsavelmente, a população comprou casas supervalorizadas, o governo e setor público de maneira geral não protegeram a população, e economistas não foram capazes de alertar os outros sobre o caminho da economia.

Não é incomum encontrar frases no mesmo estilo de “psicologia em massa”, “febre de construção”, “histeria dos mercados financeiros”, “clima de opinião pública que acreditava que a festa se perduraria eternamente” não são raras na literatura econômica quando se trata da crise mundial (Lunn, 2011; Honohan, 2010). Tais análises, porém, carecem de um arsenal teórico adequado para tirar conclusões sobre as decisões humanas ao decorrer da crise. Há uma literatura sobre economia comportamental que é frequentemente ignorada pela análise econômica, que contempla a maneira como as expectativas econômicas são criadas e influenciadas pelas emoções, ou emoções

esperadas no futuro (Rick e Lowenstein, 2009). Smith, Suchanek e Williams (1988) fazem um experimento onde investidores recebem o mesmo dividendo seguindo a mesma distribuição de probabilidades que é conhecida por todos. Na maior parte dos experimentos, há uma bolha seguida por uma queda de preços, mesmo que a distribuição de probabilidade de receber dividendos é a mesma. Há uma criação de expectativas subjetiva e baseada na experiência de cada participante. A probabilidade de uma bolha para participantes experientes, mas não foi nula. Ou seja, mesmo com participantes experientes, e uma probabilidade conhecida de receber dividendos igual para todos, as emoções e ideias de cada um influenciaram o mercado de maneira que uma bolha fosse criada.

Lunn (2011) apresenta oito tipos de comportamento (chamados de “viés”) documentados na literatura existente, e que podem ser identificados como fatores influentes na tomada de decisão dos agentes econômicos:

- **Viés de extrapolação:** usar o passado para prever o futuro
- **Viés de confirmação:** colocar um peso desproporcional a fatos e informações consistentes com crenças existentes
- **Viés de excesso de confiança:** tendência de acreditar em resultados extremamente positivos e superestimar precisão das previsões
- **Aversão à ambiguidade:** tendência de aceitar riscos em situações onde indivíduos acreditam que o risco é mais conhecido ou quantificável
- **Convergência comportamental:** se basear na decisão de outros indivíduos para fazer uma escolha própria
- **Inconsistência temporal:** atribuir um peso maior à prêmios mais imediatos
- **Assimetria de perdas e ganhos:** atribuir um peso maior à perdas do que ganhos equivalentes, levando à uma disposição a assumir riscos maiores para recuperar perdas
- **Viés retrospectivo:** tendência de o indivíduo acreditar que eventos passados eram previsíveis, e que o indivíduo havia previsto o resultado real

É possível fazer ligações entre estes comportamentos ou dividi-los tendências mais específicas, mas, para fins de simplificação da análise, o autor identificou os

comportamentos relevantes da maneira apresentada. Lunn (2011) analisa estas tendências individualmente e traz evidências para a existência de cada uma delas na crise econômica irlandesa. Todas as tendências apresentadas podem ser identificadas em praticamente qualquer crise no mundo, dado que qualquer economia é fruto de decisões humanas. Este capítulo, porém, focará em alguns aspectos mais evidentes no caso irlandês, e que podem ser usados para explicar os outros comportamentos de maneira adequada.

Com base na análise de relatórios do período de 2002-2007, pode se identificar o uso de tendências na história recente da Irlanda para prever o futuro próximo. O crescimento exacerbado do país nas quase duas décadas anteriores levava à crença de que a situação se perduraria no curto prazo, e fazia com que os analistas superestimavam a capacidade da economia e dos bancos de suportar uma queda de preços, por exemplo. O “viés de extrapolação” balizou expectativas de maneira que uma preocupação adequada com o andamento da economia surgiu tarde demais. O autor cita relatos indicando que a longevidade do crescimento do país era um fator para acreditar que uma queda exorbitante e rápida era improvável. Este fato corrobora a teoria de Minsky, uma vez que períodos duradouros de crescimento levam a bolhas mais significativas, uma vez que o viés de extrapolação é mais acentuado.

Além disso, fica aparente a vontade na população de maneira geral de crer que a situação positiva da economia do país era algo merecido. Este fato fica mais evidente nas análises bancárias do país e do sistema de crédito. Relatórios adquiridos por Honohan (2010) advindos do órgão regulador do sistema financeiro mostram que, em 2007: “todas as instituições confirmaram aos inspetores que não possuíam qualquer preocupação com a capacidade atual ou futura de pagamento dos devedores.” (Tradução livre de Honohan, 2010, p. 70). Apesar de demonstrar tanta confiança, o mesmo relatório mostra que os bancos analisados não analisaram o patrimônio líquido de uma incorporadora, e em outros casos, as análises não foram auditadas por um terceiro. O banco, portanto, mostrou evidências de viés de confirmação, uma vez que priorizou informações que confirmavam sua crença (de que os devedores não teriam problemas de realizar pagamentos). Este viés é influenciado por, e resultado de, um viés existente de excesso de confiança. Confiança na economia, e confiança na operação dos bancos. Além de enxergarem um aumento enorme do setor imobiliário, os banqueiros viam um crescimento

exacerbado das instituições financeiras como sinal de que eram capazes de financiar projetos lucrativos e bem sucedidos. O aumento das dívidas concedidas por bancos evidencia isto, com um crescimento significativo acima da média mundial (Lunn, 2011). Além disso, análises econômicas do país em Honohan (2010) mostram que análises de sensibilidade feitas antes da crise pelo órgão regulador se valiam de pioras bastante conservadoras nos indicadores econômicos para avaliar o potencial impacto na economia como um todo. A justificativa dada pelos analistas era de que usaram valores baseados nas mudanças históricas no país, e que a probabilidade de haver choques em todos os indicadores simultaneamente era extremamente baixa. Este otimismo impossibilitou o reconhecimento de uma crise iminente até que os indicadores começaram a piorar de fato. Um sistema que mantém a crença de crescimento desenfreado e duradouro se torna mais vulnerável ao financiamento ponzi, apresentado por Minsky. Desta maneira, com o crescimento da Irlanda, e os fatores psicológicos por trás das decisões de banqueiros e indivíduos, era inevitável que o financiamento ponzi fosse predominar na economia.

A assimetria de perdas e ganhos é importante para explicar a intensidade da crise, depois que foi percebida pelos agentes econômicos. A aversão à risco comum aos indivíduos se torna propensão ao risco quando perdas são incorridas. Este movimento é evidenciado em Honohan (2009) e mostrado no capítulo anterior, quando há um incentivo a tomar decisões mais arriscadas após grandes perdas pelos bancos. Uma perda não terá um significado grande para um banco que já carece de patrimônio. No contexto da crise, os agentes sentem uma disposição a se arriscar para recuperar as perdas, ao invés de focar em atingir novos ganhos. As perdas incorridas não são apenas de cunho financeiro, mas também de reputação, uma vez que economistas, reguladores, banqueiros e indivíduos foram provados errados ao serem tão confiantes e otimistas sobre o andamento da economia. De acordo com Lunn (2011), este fato ajuda a explicar a recorrente subestimação dos problemas enfrentados pelo país ao longo da crise por parte dos reguladores. Isto impede a economia de se recuperar de maneira eficaz, e acaba por afundar ainda mais o país. Este fato é interessante, pois mostra que a irracionalidade não é apenas causador de crises, mas também agravador de crises existentes. Minsky postulou que as expectativas positivas causariam o aumento de financiamento ponzi, e choques levariam a crises proporcionais ao crescimento da bolha. Por outro lado, a assimetria de perdas e ganhos indica que a crise pode ser ainda pior do que o

crescimento, pelo simples fato dos indivíduos colocarem um peso maior às perdas incorridas.

Um dos comportamentos tendenciosos mais evidentes é o de convergência comportamental. No caso dos bancos, Lunn (2011) cita que havia uma prática conhecida como “perseguir a Anglo”, se referindo ao banco Anglo-irish, e seu crescimento em parcela do mercado de 3% a 18% num mercado com competição crescente internacional. Esta prática culminou na necessidade de outros bancos criarem métodos de conceder empréstimos a credores potencialmente mais arriscados, em prol de uma fatia de mercado maior. Estas práticas eram imitadas entre os bancos, generalizando um comportamento que tornava o sistema como um todo cada vez mais vulnerável. No lado dos consumidores, o crescimento da renda, preços de imóveis, e disponibilidade de crédito fácil fez com que virasse costumeiro contrair empréstimos hipotecários. Esta atitude se difundiu na economia, necessariamente analogamente à concessão de dívidas. Este é um dos fatores mais relevantes na intensidade da crise irlandesa e mundial. Uma crise, como apontada por Minsky, será suficiente para modificar as instituições e gerar um novo ciclo de crescimento estável quando os efeitos forem significativos e generalizados. Para que isto ocorra, é necessário o envolvimento de grande parte dos agentes econômicos, se não todos. A “mentalidade de rebanho” como é chamada, é um fator decisivo na eclosão de uma crise sob a definição de Minsky, e ocorre devido a, e em conjunto com, os fatores expostos acima.

Lunn (2011) conclui com a ideia de que vivemos em uma realidade econômica ilusória e irreal, porém vista e sentida por muitas pessoas de maneira similar. As pessoas agem em cima desta ilusão compartilhada simultaneamente, mas com papéis distintos. O autor ainda ressalta que estes comportamentos parecem ter tido um efeito ainda maior na Irlanda do que em outros países, e postula que isto deve ter sido devido ao período longo de crescimento alto, que não foi compartilhado com tantos países ao redor do mundo. De acordo com o autor este crescimento duradouro provavelmente exacerbou os comportamentos viesados, aumentando o excesso de confiança, reduzindo a incerteza percebida, exagerado a preponderância de extrapolação, aumentado a percepção de que outros estavam tomando boas decisões (“mentalidade de rebanho”), aumentado a oportunidade percebida por ganhos no curto prazo (inconsistência temporal), e amplificado as perdas financeiras e de reputação uma vez que a crise eclodiu.

Conclusão

É possível notar diversos pontos da teoria de Minsky ao longo da história retratada pela Irlanda, tanto no processo que antecedeu a crise, quanto na crise em si. É importante ressaltarmos que o fenômeno que ocorreu na Irlanda não foi um processo controlado e autárquico, mas altamente influenciado pela economia internacional no período. Um exemplo disto foi o processo de investimento estrangeiro que se deu ao longo do período de crescimento da economia irlandesa, impulsionado pelas expectativas de crescimento por tempo indeterminado. Este fato parece representar os 'espíritos animais' apontados por Keynes e utilizados na teoria de Minsky exacerbando o crescimento da Irlanda, e buscando meios de gerar lucro através deste processo e expectativa.

É interessante que no período da crise, parece que houve um 'espírito animal' contrário, onde independente das reformas sendo implementadas e os indícios de mudança no sentido de reestruturação da economia, tanto a população, quanto investidores externos e a comunidade europeia estão relutantes à ideia de reinvestir o capital na economia. Este fato pode ser observado ao redor do mundo, com a dificuldade que países passam de retomar o crescimento, mesmo após cinco anos da eclosão da crise.

Pode-se notar que ao longo do período de crescimento, não houve uma preocupação por parte do sistema financeiro com relação a possibilidade de estouro da bolha no setor imobiliário. Pelo contrário, os bancos, o governo e a população buscavam maneiras de lucrar em cima do que parecia uma situação utópica de crescimento desenfreado. Isto criou uma situação onde, sem perceber, os bancos e a população se tornaram devedores do tipo 'Ponzi', dependendo da alta de preços no mercado imobiliário para continuar financiando seus investimentos. O governo, que arrecadava impostos derivados deste processo, teve o incentivo a facilitar o crescimento desta atividade, e acabou por aumentar a fragilidade do sistema como um todo.

Com o choque dos preços, e a quebra do sistema financeiro nos EUA, o ciclo de euforia terminou, e culminou na reversão destas expectativas. Da mesma maneira que nos tempos de crescimento, a economia como um todo acreditava que este era um processo duradouro e fundamentado em boas práticas, com a crise houve um excesso de pessimismo e tentativa de recuperar o que foi perdido, que acabou por ampliar os efeitos

da crise, e os tornar mais duradouros do que talvez fosse necessário.

Precisamos reconhecer a possibilidade da causalidade encontrada ao longo deste trabalho entre o caso irlandês e as teorias de Minsky serem fruto de um ou mais dos comportamentos tendenciosos analisados no terceiro capítulo. Viés de confirmação é um exemplo de comportamento que pode ser facilmente atribuído ao texto, então temos que ter cuidado ao analisar os fatos e apontar correlações. Podemos, porém, inferir que existem paralelos fortes entre as teorias de Minsky e a situação irlandesa no contexto da crise mundial. Inclusive dados e teorias que corroboram com as teorias de Minsky foram analisados separadamente entre si, sem que houvesse uma referência a textos que indicassem esta relação. Mesmo assim, o caso isolado da Irlanda, mesmo que pequeno mostra fortes evidências comprovando muito do que Minsky postulou.

Bibliografia

Andersen, Esben S. **The Difficult Jump from Walrasian to Schumpeterian Analysis.** The IKE Group Institute for Production, Aalborg University. 1992.

Arestis, Philip; Sawyer, Malcolm C. **A Biographical Dictionary of Dissenting Economists.** 2nd Edition. Edward Elgar Publishing Limited. 2000.

Barry, Frank. **Irish Economic Development over Three Decades of EU Membership.** Revised Version. University College Dublin. 2003.

Mac Éinrí, Piaras. **Some Recent Demographic Developments in Ireland.** Études Irlandaises, N° 22-1 p. 145-64. 1997.

Fisher, Irving. **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions.** Econometrica 1: p. 337-357. 1933.

Fortin, Pierre. **The Irish Economic Boom: Facts, Causes, and Lessons.** Industry Canada Economic Analysis and Statistics Discussion Paper Series, N° 12. 2000.

Gintis, Herbert; Mandel, Antoine. **The Dynamics of Walrasian General Equilibrium: Theory and Application.** Complexity Economics. 2012.

Honohan, Patrick. **Resolving Ireland's Banking Crisis.** Department of Economics and IIS, Trinity College Dublin and CEPR, Dublin. 2009.

Honohan, Patrick; Donovan, Donal; Gorecki, Paul; Mottiar, Rafique. **The Irish Banking Crisis: Regulatory and Financial Stability Policy.** Central Bank of Ireland. 2010.

Knell, Mark. **Schumpeter, Minsky and the financial instability hypothesis.** In Working Paper. Oslo: NIFU Nordic Institute for Studies in Innovation. 2012.

Lane, Philip R. **The Irish Crisis**. Centre for Economic Policy Research, Dublin. 2011.

Lunn, Pete. **The Role of Decision-Making Biases in Ireland's Banking Crisis**. ESRI. 2011.

Mehrling, Perry. **The Vision of Hyman P. Minsky**. Journal of Economic Behavior and Organization. Jul, 1998.

Minsky, H.P. **Central Banking and Money Market Changes**. Quarterly Journal of Economics. 1957.

Minsky, H.P. **The Modelling of Financial Instability: An Introduction**. Modelling and Simulation 5, proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference, Instrument Society of America. 1974.

Minsky, H.P., Wagener, H.J., Drukker, J.W. **The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx–Keynes–Schumpeter Centennial**, pp. 112–122. Cambridge University Press, Cambridge. 1986.

Minsky, H.P. **The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions**, Working paper No. 72, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, New York, 1992a

Minsky, H.P. **The Financial Instability Hypothesis**, Working paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, New York, 1992b

Minsky, H.P. **Schumpeter and Finance**, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. 1992c.

Murphy, Antoin E. **The 'Celtic Tiger'–An Analysis of Ireland's Economic Growth Performance**. European Institute-Robert Schumann Institute. 2000.

Rick, S.; Lowenstein, G. **The Role of Emotion in Economic Behavior**. Handbook of Emotions. 3a Edição. Nova York. 2009.

Schumpeter, Joseph A. **The Theory of Economic Development** (tradução da segunda edição em alemão, editado por Redvers Opie), Londres, Oxford University Press. 1934. (Encontrado em: Bloch, Harry. **Schumpeter's Contribution to Price Theory**. Center for Research in Applied Economics. 2009.)

Smith, V.L.; Suchanek, G.; e Williams, A. **Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets**. *Econometrica*, 56. 1988.

Whelan, Karl. **Ireland's Sovereign Debt Crisis**, p. 24. UCD Centre for Economic Research, Dublin, 05/2011.

Whelan, Karl. **Ireland's Economic Crisis the Good, the Bad and the Ugly**. Bank of Greece conference on the Euro Crisis, Athens. 2013.

