

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

LUÍSA SEGABINAZZI STEPHANOU

**O COLAPSO DO SISTEMA BANCÁRIO ISLANDÊS DE 2008 E O PAPEL DO
ESTADO NA RECUPERAÇÃO DA ECONOMIA: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
TEORIA DE MINSKY**

Porto Alegre

2016

LUÍSA SEGABINAZZI STEPHANOU

**O COLAPSO DO SISTEMA BANCÁRIO ISLANDÊS DE 2008 E O PAPEL DO
ESTADO NA RECUPERAÇÃO DA ECONOMIA: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
TEORIA DE MINSKY**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Lima

Porto Alegre

2016

LUÍSA SEGABINAZZI STEPHANOU

**O COLAPSO DO SISTEMA BANCÁRIO ISLANDÊS DE 2008 E O PAPEL DO
ESTADO NA RECUPERAÇÃO DA ECONOMIA: UMA ANÁLISE A PARTIR DA
TEORIA DE MINSKY**

Trabalho de conclusão submetido ao
Curso de Graduação em Ciências
Econômicas da Faculdade de Ciências
Econômicas da UFRGS, como requisito
parcial para obtenção do título Bacharel
em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Marcelo Milan
UFRGS

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família e amigos pelo incentivo, paciência e amor dedicados ao longo dos anos. Agradeço aos professores com quem tive contato ao longo do curso – em especial meu orientador – pela contribuição ao meu crescimento profissional, intelectual e pessoal. Agradeço, também, à universidade pela oportunidade dada de muito evoluir e de fazer grandes amigos. Por fim, agradeço a esses últimos simplesmente por terem estado comigo nos últimos cinco anos, tornando os momentos difíceis mais fáceis – ou pelo menos mais cômicos.

RESUMO

Em outubro de 2008, como resultado da crise financeira mundial, a Islândia presenciou – no período de uma semana – a falência dos seus três maiores bancos nacionais, o que resultou em severas consequências não só para a economia como um todo, mas também para as famílias. Embora o impacto sofrido pela crise tenha sido proporcionalmente mais profundo no país do que nos demais do continente europeu, destaca-se o fato da recuperação apresentada pela sua economia ter sido uma das rápidas e amplas da região. O trabalho, nesse contexto, tem o objetivo de identificar as principais fragilidades do sistema bancário islandês – as quais o tornaram tão vulnerável às oscilações internacionais – bem como apontar os principais fatores responsáveis pela posterior reestabilização da economia. Nesse sentido, primeiramente, destaca-se a importante influência do ingresso do país no mercado comum europeu em 1994 como desencadeante tanto da expansão da economia como da sua fragilização. Em segundo lugar, ao analisar tal realidade a partir da teoria da Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky, que apresenta tais cenários como consequências naturais do desenvolvimento de uma economia de mercado – identifica-se elementos que levam a interpretar o episódio analisado como uma etapa de um ciclo econômico *minskyano*. E, por fim, nota-se a relevância das políticas de controle de capitais impostas pelo governo pós-crise como condicionantes da estabilização do câmbio e, a partir de então, da economia.

Palavras-chave: Islândia. Crise financeira. Minsky. Controle de capitais.

ABSTRACT

In October of 2008, as a result of the global financial crisis, Iceland has witnessed – in one week time – the bankruptcy of its 3 major national banks, which resulted in severe consequences not only to the economy as a whole, but also to the families. Although the impact of the crisis has been proportionately deeper in the country than in the rest of the European continent, it is worth mentioning the fact that the recovery presented by its economy was one of the fastest and broadest in the region. This study in this context aims to identify the main weaknesses of the Icelandic banking system - which have made it so vulnerable to international oscillations - as well as to point out the main factors responsible for the subsequent re-stabilization of the economy. Firstly, in this sense, the important influence of the country's entry into the European common market in 1994 as a trigger for both the expansion of the economy and its fragility is highlighted. Secondly, in analyzing this reality from the theory of Minsky's Financial Instability Hypothesis, which presents such scenarios as natural consequences of the development of a market economy – it is identified elements that lead to interpret the analyzed episode as a stage of a Minsky`s economic cycle. And, finally, the relevance of the capital control policies imposed by the government in the post-crisis context as determinants of the stabilization of the exchange rate and, from then on, of the economy.

Palavras-chave: Iceland. Financial Crisis. Minsky. Capital Controls.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Diferencial de taxas de juros islandesa e internacionais de curto prazo (2001-2009)	20
Figura 2 – Dívida dos governos geral, central e local da Islândia (1980-2014)	38
Figura 3 – Ativos em <i>króna</i> de não residentes (2008-2016)	44
Figura 4 – Taxa de câmbio entre <i>króna</i> e principais moedas (2002-2016)	45
Figura 5 - Sentimento dos consumidores islandeses (2001-2015)	49
Figura 6 – Expectativa e perspectiva empresarial sobre a situação econômica islandesa (2002-2016)	50

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 O CASO ISLANDÊS: ORIGENS E CIRCUNSTÂNCIAS DA CRISE ECONÔMICA ...	12
2.1 História econômica da Islândia	12
2.2 Internacionalização financeira	15
2.3 O colapso do sistema financeiro.....	20
3 A TEORIA DE MINSKY: HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	25
3.1 Financiamento e instabilidade financeira	25
3.2 Ciclos Econômicos	29
3.3 O caso islandês à luz da teoria minskyana	31
4 ISLÂNDIA PÓS-CRISE: INSTABILIDADE E RECUPERAÇÃO	36
4.1 Cenário político-econômico pós-2008	36
4.2 Controle de capitais e estabilização cambial	41
4.3 Alternativas e expectativas econômicas.....	46
5 CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	54

1 INTRODUÇÃO

A Islândia viveu em 2008 a quebra de seu sistema bancário a partir da falência dos três maiores bancos (privados) do país, os quais haviam se expandido para além de suas fronteiras, a partir do ingresso do país no Espaço Econômico Europeu em 1994. A reestruturação do sistema bancário islandês deu-se pela recapitalização dos “três grandes” por parte do governo, dos quais se tornou o proprietário para posteriormente engajar-se na criação de novas instituições financeiras. Num contexto de recessão, o Estado da Islândia, que ainda teve que lidar com um grande endividamento público e descontentamento generalizado da população, teve papel fundamental na recuperação da economia ao tomar medidas consideradas não ortodoxas. Embora os principais países acometidos pela crise de 2008 tenham divergido quanto às reações apresentadas para enfrentá-la, o fato é que o episódio expôs em todos os cantos a fragilização do sistema financeiro globalmente interligado.

Tendo iniciado com a crise *subprime* norte-americana de 2007, seguida pela quebra de grandes instituições financeiras mundo afora, a maior crise financeira desde a Grande Depressão levanta uma questão bastante delicada: por que isso voltou a acontecer?

Conforme aponta Minsky (1986), a instabilidade é uma característica inerente à economia de mercado. Para que economistas e decisores políticos sejam capazes de lidar com ela, deve-se examinar os processos econômicos que vêm tomando forma ao longo do tempo, o que significa que o investimento, o mercado de ações e a atividade financeira tornam-se elementos centrais de análise. A partir de tal perspectiva, sendo a instabilidade apresentada como resultado normal do processo econômico e, logo, entendida como uma possibilidade teórica, chega-se na posição de planejar intervenções apropriadas para contê-la. A crise de 2008, especialmente por se tratar de um evento muito recente, abre espaço para reflexões acerca dos seus diferentes aspectos condicionantes e seus efeitos ainda pouco – ou insuficientemente – abordados. O estudo, focado em um caso particular, permite não só a identificação das principais características do episódio mundial como abordar as especificidades do menor país do mundo a ter moeda própria, sendo geograficamente isolado e economicamente desenvolvido, cuja queda foi uma das mais profundas e a recuperação, uma das mais rápidas.

Sob a ótica da Hipótese da Instabilidade Financeira do capitalismo, de Minsky, o objetivo central do trabalho consiste em identificar as principais fragilidades do sistema bancário islandês, as quais o tornaram tão vulnerável às oscilações internacionais, bem como em apontar os principais fatores responsáveis pela posterior reestabilização da economia, em especial as medidas não ortodoxas adotadas pelo governo, o qual esteve inclusive disposto a encarar desavenças com parceiros do Espaço Econômico Europeu – EEE - ao atender apelos populares.

A partir do objetivo central, são estabelecidos três objetivos específicos: o primeiro deles é averiguar o impacto do ingresso da Islândia no EEE sobre sua economia, abordando seu papel condicionante tanto do *boom* econômico islandês quanto da fragilização do seu sistema financeiro. O segundo é analisar o episódio da crise mundial e especificamente islandesa de 2008, sob a luz da teoria de Minsky, verificando a acurácia com que seu modelo logra descrever o evento em tela. Já o terceiro consiste na investigação do papel determinante desempenhado pelo controle de capitais exercido pelo governo pós-crise na reestabilização da economia.

Com vistas a atingir os objetivos estabelecidos, o estudo deverá basear-se no referencial teórico composto especialmente por textos de periódicos norte-americanos e europeus que tratem da formação das bolhas especulativas na década passada no país nórdico, as condições de seu estouro e seus efeitos imediatos. Adicionalmente, o trabalho incorporará a análise de dados obtidos a partir do site do Banco Central da Islândia e do *Statistics Iceland (National Statistical Institute of Iceland)* que contextualizem e descrevam o episódio – objeto do trabalho – de forma que seja possível observar a evolução dos principais indicadores econômicos ao longo das etapas do episódio abordado.

Seguindo esta introdução, o trabalho apresenta-se dividido em quatro etapas. A primeira delas consiste na apresentação da economia islandesa, partindo da tardia independência da ilha do reino da Dinamarca e a formação do Estado islandês, passando pelo ingresso do país ao EEE nos anos 1990 e o expressivo crescimento econômico notado no período subsequente, que compreende a primeira metade da primeira década dos anos 2000, até a falência dos principais bancos do país em 2008 e o colapso da economia. Esta etapa visa a atender o primeiro objetivo específico levantado para o trabalho. A segunda etapa consiste na exposição da teoria minskyana acerca da instabilidade do capitalismo e de eventos de crise econômica. A análise será focada na apresentação da sua Hipótese da Instabilidade Financeira, na

descrição dos ciclos econômicos e no papel fundamental proposto por ele a ser desempenhado pelo *Big Bank* e *Big Government*. A exposição dos principais pontos da teoria de Minsky, extraídos de textos originais do autor e de artigos sobre o mesmo, deverá servir como base para a reflexão acerca da realidade apresentada, de forma a atender o segundo objetivo específico definido. Na terceira, é abordado o período subsequente à eclosão da crise (a partir de outubro de 2008). Será feita uma exposição do cenário político do período, envolvendo a participação social no episódio, que culminaria na antecipação das eleições parlamentares em 2009. Na sequência, serão apresentadas as principais medidas tomadas pelo governo pós-crise de forma a estabilizar e recuperar o crescimento econômico. Dentre estas – visando a atender o último objetivo específico levantado – será destacado o papel das políticas controle de capitais adotadas, bem como será abordada a principal disputa diplomática resultante das políticas externas adotadas pelo país – o caso *Icesave*. Por fim, a última etapa é a conclusão, que deverá retomar os principais pontos abordados e apresentar as considerações finais.

2 O CASO ISLANDÊS: ORIGENS E CIRCUNSTÂNCIAS DA CRISE ECONÔMICA

Esta etapa do trabalho iniciará – na primeira seção – pela apresentação da economia islandesa: sua origem colonial, a formação da sua elite e das suas principais indústrias, a origem da sua relação com o capital externo e sua posterior exposição total a ele. O objetivo das seções seguintes é apresentar “... a história de como a Islândia passou de um dos países mais pobres da Europa ocidental, em 1945, para um dos mais ricos nos anos 1990; e como isso, então, ainda mais extraordinariamente, produziu três grandes potências bancárias internacionais”. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010, p. 09, tradução própria), as quais viriam a ser seu maior símbolo de sucesso e de fracasso.

2.1 História econômica da Islândia

A Islândia – enquanto colônia – pertencera aos reinos da Noruega e posteriormente da Dinamarca, durante o período compreendido entre o século XIV e metade do século XX (CLARK; JONES, 2012). Desta forma, ainda ao fim dos anos 1850, a Islândia permanecia uma colônia semifeudal dinamarquesa. No período, mais da metade do seu território cultivável era dividido entre a Coroa dinamarquesa e a Igreja Luterana. O restante, por sua vez, dividia-se entre um punhado de latifundiários, que constituíam a classe nativa dominante, os quais deviam sua fortuna à utilização da mão de obra dos agricultores para quem arrendavam terras. Não era de interesse, pois, da Coroa nem da elite local a expansão e diversificação das oportunidades de trabalho na região, de forma que o desenvolvimento urbano permaneceria contido e a pesca islandesa permaneceria majoritariamente sendo explorada pelos países vizinhos. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010).

No início do século XX, após mais de 600 anos de dominação estrangeira, a renda per capita da Islândia correspondia apenas à metade da dinamarquesa, e sua estrutura social permanecia a mais feudal dentre os países nórdicos. A mecanização e expansão das suas frotas pesqueiras, entretanto, aos poucos começariam a gerar novas oportunidades de renda para os trabalhadores rurais. A pesca passaria a dominar a economia, criando um aumento nas receitas em moeda estrangeira, o que permitiria o desenvolvimento de um setor comercial crescente baseado em importações. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010, p. 09, tradução própria).

Este crescimento comercial islandês – complementam Wade e Sigurgeirsdottir (2010) – puxado pela expansão pesqueira, viria propiciar o surgimento de novas atividades econômicas urbanas: construção, serviços, indústria elétrica. Liderando desde o princípio o desenvolvimento dessas atividades, um bloco de quatorze

famílias, popularmente conhecido como *Octopus*¹, integrava o motor do capitalismo islandês, ao passo que constituía as elites política e econômica dominantes. Além do setor de importação, o grupo controlava os setores bancário, de transporte, de seguro e de pesca (e, mais tarde, o abastecimento à base americana da OTAN que se instalaria no país).

O *Octopus* não era um grupo formal. O nome refletia o fato de essas famílias juntamente dominarem a maioria das indústrias-chave. O *Octopus* projetava seu poder através do seu controle sobre o partido mais forte do país, o *Independence Party*; muitos dos principais líderes do partido eram membros das famílias mais influentes do grupo. Um segundo e menos poderoso grupo de famílias era conhecido como *Squid*². Ele dominava o *Progressive Party*, que frequentemente figurava como parceiro da coalizão do *Independence Party*. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 27, tradução própria).

A Islândia permaneceu oficialmente uma colônia – oligárquica – até 1918, quando, enfim, conquistaria sua soberania. Entretanto, a Dinamarca manter-se-ia responsável por sua política externa até 1940 – enquanto o país não possuía Ministro do Exterior. Durante o período da Segunda Guerra, o país foi invadido e brevemente ocupado pelo Reino Unido até 1941, ano em que viria a ser guarnecida por tropas norte-americanas. A independência formal da Islândia, por sua vez, viria apenas em 1944, enquanto a guarnição norte-americana – a qual, em 1943, era composta por 40.000 homens – permaneceria presente até 2006 (CLARK; JONES, 2012).

No período pós-guerra, a economia islandesa ingressou numa fase de crescimento bem mais robusto.

Isso se devia a uma combinação de fatores: auxílio do Plano Marshall, baseado na existência de uma grande base militar US OTAN; exportação abundante de *commodities* – peixe de água fria – favorecida, como poucas *commodities*, pela alta elasticidade-renda da sua demanda; e uma população bastante pequena e letrada com um forte senso de nacionalidade. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010, p. 10-11, tradução própria).

Entretanto, destacam Wade e Sigurgeirsdottir (2010) que, embora a Islândia tenha vivido um período de prosperidade, alcançando níveis de renda disponível – e de distribuição de renda – iguais à média nórdica, sua economia permaneceria mais regulada e mais clientelista que a de seus vizinhos europeus: a oligarquia local dominava – e restringia – a política e a economia.

Ao analisar a prosperidade vivida pela Islândia no período pós-guerra, é imprescindível apontar a relevância da presença norte-americana no país, desde que fora guarnecido por tropas ianques em 1941. Conforme apontam Clark e Jones

¹ Termo inglês para “polvo”.

² Termo inglês para “lula”.

(2012), investimentos norte-americanos de larga escala na Islândia constituíram parte da estratégia daquele país na Guerra Fria contra a URSS, e proveram a Islândia de estabilidade econômica através da concessão de acesso preferencial de bens exportados pelo país para os mercados americanos, garantindo, por exemplo, uma demanda robusta por produtos de pesca; conduzindo grandes projetos de infraestrutura (em especial a construção do aeroporto internacional de *Keflavík*), e oferecendo empréstimos – seguindo a proposta do Plano Marshall – ao Estado islandês a baixas taxas de juros. A presença norte-americana também foi efetivamente usada pela Islândia como meio de alavancagem política para avançar com seus objetivos econômicos com a Europa – por exemplo, através da extensão em 1975 da sua Zona Econômica Exclusiva³ nacional.

Tais objetivos viriam a ocupar espaço na pauta político-econômica islandesa na segunda metade do século, e seriam em especial desenvolvidos pela facção neoliberal islandesa, que tomava forma ao final dos anos 1970 – conhecida como *Locomotive*. O grupo teve início nos anos 1970, quando alguns estudantes de direito e administração da Universidade da Islândia assumiram um jornal de mesmo nome – *The Locomotive*, para promover suas ideias de livre mercado, e, em especial, para buscar oportunidades de desenvolvimento de carreira – fugindo da tradicional patronagem do *Octopus*. “Membros do *Locomotive* argumentavam que a Islândia precisava libertar as forças de mercado para romper com o estrangulamento corporativo do Estado sobre a economia.” (HART-LANDSBERG, 2013, p. 28, tradução própria). Com o fim da Guerra Fria, eles viram seu ideal fortalecido, uma vez que comunistas e socialdemocratas perdiam apoio público. Inclusive,

O futuro Primeiro Ministro do *Independence Party*, David Oddsson, era um membro proeminente deste grupo. [...] Em 1982, ele viria a se tornar prefeito de Reykjavík, coordenando campanhas de privatizações – incluindo a liquidação da frota pesqueira municipal – para benefício de seus parceiros do *Locomotive*. Em 1991, Oddsson levou o *Independence Party* à vitória nas eleições gerais. Ele seria [...] o Primeiro Ministro pelos quatorze anos seguintes [sendo sucedido em 2005 por seu parceiro do *Locomotive* Geir Haard], acompanhando o crescimento dramático do setor financeiro islandês, antes de promover a si mesmo Governador do Banco Central em 2004. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010, p. 11-12, tradução própria).

³ Conforme site oficial das Nações Unidas (UN, 2016), a Zona Exclusiva Econômica (ZEE) corresponde à área subjacente ao mar territorial de um país. Na ZEE, “o país costeiro tem direitos soberanos para fins de exploração e utilização, conservação e administração dos recursos naturais, vivos ou não vivos [...], e com relação a outras atividades para a exploração e utilização econômica da zona, como a produção de energia a partir da água, correntes e vento”.

Enquanto as tensões da Guerra Fria diminuían, o mesmo ocorria às subvenções econômicas e interesses geopolíticos dos Estados Unidos na Islândia. O colapso na pesca de arenques no ano de 1970 prejudicou enormemente a economia nacional islandesa, obrigando o país a recorrer à Europa, candidatando-se e conquistando seu lugar como membro da Associação Europeia de Livre Comércio⁴. Quando países de grande tradição pesqueira, como Espanha e Portugal, adentraram a União Europeia, no ano de 1986, houve queda progressiva nas exportações de peixes na Islândia para o continente, ao que o governo passou negociar sua adesão ao Espaço Econômico Europeu⁵ (EEE), concretizada no ano de 1994. (CLARK; JONES, 2012).

2.2 Internacionalização financeira

Anteriormente à liberalização do mercado de crédito islandês nos anos 1990, o capital era racionado entre diferentes indústrias, as taxas nominais de juros eram definidas pelo Banco Central Islandês (BCI), que era controlado pelo governo, e as taxas reais de juros eram mantidas negativas até o fim dos anos 1980. Isso resultou, por sua vez, num excessivo nível de investimento em que capital estava disponível, por exemplo, na indústria pesqueira, e na existência de firmas improdutivas e não lucrativas com fácil acesso a capital – somado à inflação crônica e a desvalorizações periódicas da moeda. O sistema bancário era altamente regulado e politizado, consistindo em grandes bancos públicos atuando paralelamente a pequenos bancos privados. Os maiores bancos públicos eram, cada um, filiados a um partido político – ou partidos. A mesma estrutura se aplicava ao BCI, com seus três governadores – cada um representando um partido. Não eram exigidas experiência prévia ou educação nas áreas de finanças e economia, bancos (privados, públicos ou centrais) ou negócios para atuar na área. Apesar do crescimento econômico ter-se mantido robusto, a inflação permaneceu alta e volátil até os anos 1990, juntamente a esporádicas desvalorizações cambiais. Enquanto a moeda doméstica, desta forma,

⁴ Conforme site oficial da organização (EFTA, 2016), a Associação Europeia de Livre Comércio (EFTA) é uma organização intergovernamental estabelecida para a promoção de livre comércio e integração econômica para benefício de seus quatro membros. A EFTA é responsável, entre outros, pela manutenção do Acordo do Espaço Econômico Europeu, o qual habilita três dos quatro membros da organização (Islândia, Liechtenstein e Noruega) a participarem do mercado interno da União Europeia.

⁵ O Acordo do Espaço Econômico Europeu, o qual entrou em vigor em 1 de janeiro de 1994, une os Estados membros da União Europeia e os outros três membros da EFTA (Islândia, Liechtenstein e Noruega) num único “mercado interno”. O Acordo também estende aos Estados membros a legislação da União Europeia que determina a livre circulação de bens, serviços, pessoas e capitais (EFTA, 2016).

não cumpria eficientemente seu papel de reserva de valor, a indexação do BCI de contratos de empréstimos e, inclusive, de depósitos bancários tratava de induzir uma demanda por empréstimos de longo prazo e de proteger a poupança. (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010).

A liberalização da economia islandesa iniciou em 1994, conforme apontado por Wade e Sigurgeirsdottir (2010), quando o ingresso do país no EEE – o bloco de livre comércio dos países da UE, mais Islândia, Liechtenstein e Noruega – eliminou restrições dos fluxos internacionais de capital, bens, serviços e pessoas. O governo de Oddsson então deslançou um programa de liquidação dos ativos públicos e desregulação trabalhista. Nos anos 1990, a nova geração de políticos – membros do *Locomotive*, dentre os quais se incluía o Primeiro Ministro Oddsson – chegava ao poder, revoltada contra o sistema que considerava corrupto, conduzido pelo Estado, em que foram criados. Neste período, ao ganharem espaço na política nacional, viam crescer suas chances de implementar suas pautas de forma sistemática. Tal processo fora similar ao de muitos países, transformando a economia de firmemente controlada pelo Estado para um sistema de mercado mais livre. Já ao final da década, um programa de privatização e liberalização da economia estava praticamente concluído, restando apenas privatizar o sistema bancário estatal (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010).

“Ao final do século [XX] surgia a ideia de que o sistema bancário poderia se tornar o terceiro pilar da economia, sendo os dois primeiros a pesca e a indústria intensiva em energia.” (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010, p. 08, tradução própria). A privatização do setor bancário iniciou-se em 1998, sendo implementada de maneira clientelista por Oddsson e Halldór Ásgrímsson, o líder do *Centre Party*: os dois grandes bancos nacionais (*Landsbanki* e *Kaupthing*) foram repartidos entre os principais partidos políticos islandeses. O primeiro fora alocado aos líderes do *Independence Party*, e o segundo, aos seus similares no *Centre Party*, seu parceiro de coalizão – sendo que, deste processo, os licitantes estrangeiros foram excluídos. Posteriormente, um novo banco privado, *Glitnir*, foi formado pela fusão de vários menores, sendo sua principal acionista uma tradicional família islandesa. Os novos donos dos bancos e seus afins também trataram de criar empresas de participações privadas – tais como as islandesas *Exista*, *Samson* e *Baugur* — as quais, por sua vez, adquiriam ações dos próprios bancos. Cabe frisar, entretanto, que

nenhum desses novos banqueiros tinha experiência em finanças nacionais – sem falar em internacionais. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010).

O rápido crescimento dos bancos islandeses fora sem precedentes na história bancária recente. Esta era uma nação sem histórico de atividade bancária internacional, com um sistema bancário recentemente privatizado e livre mercado de capitais permitindo perfeita mobilidade de capital pela primeira vez na sua história. O ritmo da expansão dos bancos islandeses foi dramático em comparação com outros países que presenciaram entrada de capital e turbulência seguinte à liberalização do mercado e privatização de empresas financeiras, como a Finlândia e a Suécia, no início dos anos 1990. O total de ativos do sistema bancário passou de um montante correspondente a 150% do PIB ao final de 2003 para 744% ao final de 2007, um período durante o qual o PIB real crescia 5,5% por ano em média. O rápido crescimento do sistema bancário criou uma rápida expansão do crédito doméstico. Simultaneamente, a demanda agregada cresceu, a poupança privada caiu e o déficit de conta corrente chegava a 14,3% no período, refletindo o rápido crescimento de consumo e do investimento. (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010, p. 03, tradução própria).

O sistema bancário resultante do processo de privatização mostrou-se, desta forma, intensamente concentrado – muito mais do que o dos outros países nórdicos; ele não enfrentava competição interna com bancos estrangeiros e, apesar de serem privados, os bancos permaneceriam intimamente ligados ao setor público. Na virada do milênio, a Islândia deslanchou no setor financeiro internacional, favorecida por duas condições globais – crédito barato abundante (graças aos déficits americanos) e livre mobilidade de capital – e três condições domésticas: forte apoio político aos bancos; bancos de investimento unidos aos bancos comerciais, de forma que o primeiro compartilhava das garantias dadas ao segundo pelo governo; e baixa dívida interna, o que estendia aos bancos as principais condições para um parecer favorável das agências de risco de crédito internacionais. “Assim, os grandes acionistas do *Landsbanki*, *Kaupthing*, *Glitnir* e seus vários subsidiários reverteram a prévia dominância política das finanças: a política governamental estava agora subordinada aos seus fins.” (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010, p. 12-13, tradução própria). O acesso aos demais mercados europeus e ao capital estrangeiro proporcionou a rápida expansão dos três bancos que constituíram o motor do intenso crescimento da economia. Logo, a adesão ao bloco europeu, ao proporcionar uma “mobilidade plena de capitais entre a Islândia e outras economias de mercado [...]” (BALDURSSON; PORTES, 2013, p. 41, tradução própria), pode justificar a expressiva presença de capital externo no país nos últimos 20 anos. “Ao final de 2007, cerca de 50% dos ativos dos três bancos estavam em posse de estrangeiros.” (HILMARSSON, 2013, p. 32, tradução própria).

O país experimentou, segundo Hart-Landsberg (2013), entre 2003 e 2007, um crescimento anual médio do PIB de 5,5% – e, ainda, em 2008, apenas os ativos detidos pelos “três grandes” somados já superavam em dez vezes o PIB nacional. Em virtude da inflação artificial das ações dos bancos, favorecida pela atividade especulativa da elite bancária, criava-se a bolha no mercado acionário que viria a explodir em 2008 e que, somada ao crédito fácil, também criava uma bolha no mercado imobiliário. Em 2003, com sua privatização completa, os três maiores bancos já operavam com filiais e subsidiárias no exterior, tendo adquirido numerosas instituições financeiras internacionais. “O crescimento dos bancos islandeses foi extraordinário [...] criando maior poder de compra para a população como um todo da Islândia, além de estimulá-la a investir na bolsa de valores islandesa, onde parecia que lucros infinitos poderiam ser obtidos” (LOFTSDÓTTIR, 2014, p. 344, tradução própria).

Sigurjonsson e Mixa (2011) destacam que a privatização dos bancos na Islândia, que fora o primeiro passo da sua expansão, diferentemente da maioria dos países, não se deu com a participação estrangeira, e, sim, por instituições domésticas, que nem mesmo tinham experiência com bancos comerciais. Reboçadas pelos bancos, cresciam também as grandes indústrias, como a farmacêutica, a de transporte e a de processamento de alimento, favorecidas pelas mesmas condições externas, pela grande consistência do mercado doméstico e pela estratégia de diversificação para redução de riscos dos bancos. Além de fornecer empréstimos, os bancos muitas vezes tornavam-se sócios das empresas, o que viria a gerar especulações acerca de conflitos de interesse e da dependência dos bancos a alguns grandes clientes, o que os autores apontam como uma “crise informacional”, iniciada em 2006, pela falta de transparência. Como resultado, observar-se-ia a depreciação da moeda e queda do *Iceland Stock Exchange* (ICEX) – principal índice de ações da bolsa de valores islandesa - já no mesmo ano.

No início de 2006, durante a chamada mini crise, a fonte de financiamento via empréstimos internacionais secou temporariamente. Quando a crise de liquidez iniciou em 2007, depósitos estrangeiros e financiamentos securitizados de curto prazo transformaram-se na principal fonte de financiamento dos três bancos. Esse financiamento de curto prazo era sensível às condições do mercado e logo ao risco. (HILMARSSON, 2013, p. 32, tradução própria).

A nova estratégia apresentada pelos bancos para voltar a crescer e distribuir riscos foi então a expansão a partir de suas filiais e subsidiárias, captando depósitos estrangeiros, especialmente via contas online.

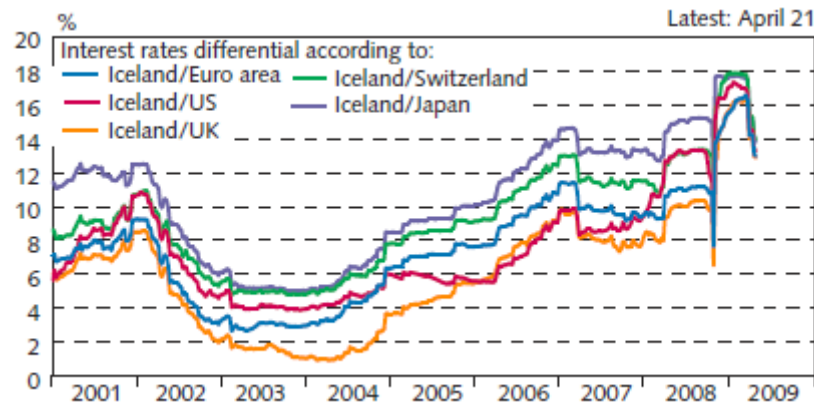
Através de uma subsidiária online (também registrada na Islândia), conhecida como *Icesave*, [o *Landsbanki*] oferecia depósitos de poupança a juros elevados aos depositários do Reino Unido e Holanda, prometendo retornos maiores para depositários dessas regiões, ao mesmo tempo evitando a gaze regulatória associada a esses mercados [por se tratar de uma subsidiária e não de uma filial]. (MCDONALD, 2015, p. 74, tradução própria).

O problema, entretanto, é que o país já não tinha reservas internacionais suficientes para suportar seu setor bancário, ou seja, caso fosse necessário, já não haveria um prestador de última instância (SIGURJONSSON; MIXA, 2011). Hallgrimsdottir e Brunet-Jailly (2015) enfatizam que, nesse contexto de expansão do país, a memória social do status islandês como colônia dinamarquesa e o desejo de mostrar às outras nações a sua importância devem ser vistos como estímulo à aceitação ampla do *boom* econômico; em especial, a memória social da Islândia como atrasada em termos de modernização contribuiu para a forte aceitação social do *boom* econômico, o que é refletido na ausência de discussões críticas na época.

Desde 2001, o BCI vinha operando com meta de inflação (obtendo relativo sucesso) com a livre flutuação da Coroa Islandesa (*króna*). No período do *boom* do crescimento econômico (2008) que culminaria na crise, o BCI optou pela elevação das taxas de juros como instrumento para conter a inflação e evitar a excessiva depreciação da moeda. O decorrente elevado diferencial que se observou entre as taxas de juros islandesa e de outros países constituiu um grande atrativo para os chamados fundos *carry trade*⁶. (Baldursson e Portes, 2013). A figura 1 apresenta os diferenciais das taxas de juros islandesa, europeia, norte-americana, inglesa, suíça e japonesa de curto prazo entre 2001 e 2009. Identifica-se uma tendência de crescimento de todas elas a partir de 2003/2004. No caso do diferencial entre as taxas islandesa e japonesa, por exemplo, houve uma elevação de aproximadamente 10 pontos percentuais – evoluindo de 5% em 2003/2004 para 15% em 2008, refletindo as mudanças na taxa islandesa como meio de controlar os preços.

⁶ *Carry trade* é o nome dado a uma das principais estratégias especulativas do mercado de câmbio. Ela consiste em se tomar emprestado nos mercados de países com taxa de juros mais baixas para depois se investir em moedas de economias que oferecem títulos com taxas mais altas (FERREIRA; MOORE, 2015).

Figura 1 – Diferencial de taxas de juros islandesa e internacionais de curto prazo (2001-2009)



Fonte: Banco Central da Islândia (2009)

Houve, assim, um grande aumento da oferta de empréstimos (de origem islandesa e estrangeira). Ademais, a valorização da *króna* frente ao Euro estimulava os gastos com importações pelos “enriquecidos” islandeses.

Caso fosse interrompido o ingresso de dinheiro para cobrir o déficit de conta corrente que crescia, [...] a Coroa Islandesa se desvalorizaria dramaticamente. Isso, por sua vez, constituiria um empecilho ao pagamento de dívidas para os que haviam tomado empréstimos em moeda estrangeira, o que ameaçaria a solvência do sistema bancário. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 31, tradução própria).

Que foi precisamente o que viria a acontecer em 2008.

2.3 O colapso do sistema financeiro

Em 2007, pequenas crises de liquidez no sistema financeiro internacional se acumulavam, com constantes revelações de falhas no mercado de crédito imobiliário norte-americano. A confiança no mercado financeiro enfraquecia, e o problema apenas se aceleraria em 2008. Como resultado imediato da quebra do Lehman Brothers em 2008, “o mercado financeiro internacional congelou completamente, os mercados interbancários tornaram-se inativos, os recursos líquidos desapareceram [...] Uma corrida bancária iniciou-se [...] em todo sistema financeiro islandês [...]”. (SIGURJONSSON; MIXA, 2011, p. 212, tradução própria).

Com a iminência da eclosão da crise, os investidores estrangeiros optaram por deixar o país, resultando, em outubro de 2008, numa depreciação da *króna* de 25% durante a semana anterior ao colapso dos bancos – o qual ainda acentuaria essa tendência (BALDURSSON; PORTES, 2013). Até outubro de 2008, os “três grandes” já haviam recorrido ao Banco Central por amparo (o que afetaria a confiança estrangeira no sistema bancário islandês). O banco *Glitnir* foi o primeiro a buscar por

socorro no BCI, o qual não o atendeu, e o banco seria assumido pelo governo no dia seguinte, em seis de outubro. O *Landsbanki*, que já não conseguia arcar com suas dívidas, entraria em liquidação judicial. O *Kaupthing*, inicialmente, era o único que ainda parecia viável, tendo recebido na mesma data um empréstimo de 80 bilhões de *krónas* do governo – equivalente, na época, a cerca de 522 milhões de euros⁷. Entretanto, já em nove de outubro seria colocado sob administração judicial após descumprir *covenants* de contratos de empréstimos, o que arruinaria suas operações no Reino Unido (SIGURJONSSON; MIXA, 2011). Assim, dia 7 de outubro de 2008 – nos casos dos bancos *Glitnir* e *Landsbanki* – e 9 de outubro – no caso do *Kaupthing* – o Banco Central islandês emitiu comunicados públicos anunciando a tomada de controle dos mesmos, buscando manter suas atividades domésticas. Uma vez sob o controle do governo islandês, cada um dos grandes bancos fora dividido em outros dois: um novo (que manteve os empréstimos e depósitos dos originais) e um antigo (que manteve apenas as obrigações internacionais remanescentes). Os antigos, após a ruptura, passaram a existir como firmas em processo de falência.

O sistema bancário islandês colapsou num período de duas semanas em outubro de 2008 e o mercado de ações fora quase completamente aniquilado com um declínio de mais de 75% no principal índice do mercado acionário durante o mesmo período. No seu mais baixo nível, o índice do mercado de ações esteve abaixo de 5% do seu mais alto nível em julho de 2007. O mercado cambial deixou de funcionar e o sistema de pagamentos externo congelou. Finalmente, os bancos islandeses estavam vulneráveis devido a sua interconectividade, à base de capital fraca, e porque o governo estava inapto a ajudar numa crise. A combinação de um sistema bancário desproporcional e da falta de um prestador de última instância confiável serviu como orientação do andamento do sistema bancário. (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010, p.18, tradução própria).

Os sinais da crise já eram sentidos em toda economia, que registraria, segundo Hart-Landsberg, de 2008 a 2010, uma queda acumulada do PIB de 9,3%. O governo islandês então recorreu ao FMI, que, dentre outras, impôs como condição o ressarcimento aos governos inglês e holandês, os quais haviam arcado com o reembolso aos seus cidadãos referentes aos depósitos perdidos na falência do *Icesave* (do *Landsbanki*, que passara a pertencer ao governo). Essa disputa diplomática envolvendo os três governos fora gerada pelo fato de, nacionalizados os bancos após a quebra do sistema, o governo islandês ter afirmado que não assumiria responsabilidade pelo reembolso aos depositantes estrangeiros. Os governos do

⁷ Considerando-se o preço médio do euro de 153 *krónas* em 1 de outubro de 2008 informado pelo site do Banco Central da Islândia (CB, 2016).

Reino Unido e Holanda, por sua vez, pagaram seus depositantes e denunciaram a Islândia na corte da Associação Europeia de Livre Comércio exigindo ressarcimento – os ingleses inclusive aplicaram leis antiterroristas contra o país nórdico. O ressarcimento integral não ocorreria dado que a ele, via plebiscitos, a maior parte da população islandesa mostrou-se contrária. O conflito viria a se acalmar com o governo concordando com “um reembolso parcial no futuro”, e com o FMI aprovando o empréstimo. De qualquer forma, até 2015 “[...] aproximadamente 90% das dívidas do *Icesave* já foram pagas a partir de ativos liquidados dos bancos falidos” (HALLGRIMSDOTTIR; BRUNET-JAILLY, 2015, p. 82, tradução própria).

A iniciativa dos bancos islandeses após a mini crise de 2006 de captação de depósitos estrangeiros, entretanto, meramente trouxe alívio temporário. Conforme apontam Sigurjonsson e Mixa (2011), o fato de o *Landsbanki* ter conquistado uma parcela maior do mercado no Reino Unido do que o maior banco internacional de depósitos online, o *ING Direct*, deveria ter sido um sinal de que o crescimento dos depósitos era vulnerável; esses depositantes ingleses provavelmente estariam dispostos a optar por qualquer banco online que oferecesse maiores taxas de juros em qualquer período de tempo. Os bancos islandeses tornaram-se assim uma espécie de medidor dos efeitos negativos que estavam por vir. Seus ativos tornaram-se altamente vulneráveis; quando no período de grande instabilidade financeira mundial passou-se a acreditar que outros credores se recusariam a rolar seus empréstimos presentes e a tomar novos créditos, os bancos perderam credibilidade. E esta constitui, segundo os autores, uma situação clássica que leva à quebra de bancos.

Fraqueza nas regulações bancárias da UE, supervisão insuficiente e respostas políticas inapropriadas na Islândia, assim como a crise financeira global, contribuíram para o caos de outubro de 2008 (HILMARSSON, 2013). “Na verdade, pode-se dizer que essa fora a primeira em vez que eventos financeiros num país minúsculo como a Islândia geraram ondas de choque através dos mercados financeiros internacionais.” (HILMARSSON, 2013, p. 36, tradução própria). Uma possibilidade apresentada por Sigurjonsson e Mixa (2011) para justificar a fuga do controle da situação islandesa – ao compará-la à crise dos países escandinavos dos anos 1980 – é que, enquanto no caso escandinavo havia a separação entre os bancos comerciais e de investimento, no caso islandês essa separação não existia, e os bancos operavam como se fossem bancos de investimento, contando com certas garantias do governo para sua expansão.

Conforme aponta Hilmarsson (2013), ao promover a ideia de que a Islândia deveria virar um centro financeiro internacional, o governo expressou crença no setor bancário e encorajou sua expansão. O governo geralmente bem recebia a expansão dos bancos e não tomou medidas plausíveis para proteger a economia no evento de uma crise bancária.

O governo islandês deveria ter encorajado e se necessário implementado maior mitigação de riscos via regulações, monitoramento e supervisão das atividades internacionais dos bancos bem antes da crise. O FME [órgão supervisor do sistema financeiro] não tinha capacidade institucional para supervisionar os bancos, e as reservas do BCI eram muito baixas para que ele agisse como prestador de última instância. (HILMARSSON, 2013, p. 44, tradução própria).

É possível que o colapso dos bancos pudesse ter sido prevenido se o governo tivesse tomando medidas drásticas e tivesse insistido em reduzir o setor bancário ou realocado a maioria das operações internacionais. Entretanto, “o esforço do governo para tentar melhorar a imagem dos bancos nessa situação fora absurdo”. (HILMARSSON, 2013, p. 44, tradução própria). A indústria financeira islandesa fora gradualmente desregulada ainda anteriormente à privatização dos bancos. No momento da privatização, a política de *laissez-faire* do governo islandês fomentara um período de otimismo e apetência pelo risco em prol do empresariado. Com crédito amplo, as oportunidades de negócio eram claras e acessíveis. O preço das ações subia numa era de fácil acesso a capital barato, a crença na apreciação futura encorajava as pessoas a continuar comprando ações. (SIGURJONSSON; MIXA, 2011). Cabe frisar, em todo caso, que a desregulação não fora a causa última do colapso das economias – não fora a causa direta do aumento dos empréstimos. “Entretanto, uma vez que as políticas fiscal e monetária saíram do controle, criando uma desestabilização econômica, as portas que a desregulação havia destrancado estavam abertas.” (SIGURJONSSON; MIXA, 2011, p. 222, tradução própria).

Muitos fatores se combinaram para tornar o caso islandês único e explicar por que os bancos islandeses faliram tão espetacularmente. Em primeiro lugar, diferentemente de muitos outros países com sistemas bancários desproporcionais, como a Suíça e Luxemburgo, a lembrança institucional [islandesa] de como conduzir um sistema bancário moderno se estende por [poucos] anos, afetando tanto a qualidade de supervisão quanto a administração e operações internas dos bancos. Segundo, em contraste com a Suíça, que também tem um grande sistema bancário, o estoque de dívida externa estava muito alto e denominado em moeda estrangeira. Terceiro, em contraste com outros países com sistemas bancários desproporcionais, como Luxemburgo, todos os bancos eram sediados na Islândia. Quarto, os bancos islandeses cresceram rapidamente, o que afetou a qualidade dos portfólios de empréstimos. Somando-se a isso, uma parte significativa do capital parece ter se enfraquecido pelo fato dos próprios bancos o financiarem, criando uma falsa impressão aos credores e depositantes de uma proteção contra perdas.

Quinto, aos bancos islandeses faltava um emprestador de última instância, uma vez que seus balanços de pagamentos cresciam acima das reservas de moeda estrangeira do BCI e da habilidade do país de recapitalizar os bancos. Por último, a qualidade da supervisão bancária revelou-se deploravelmente inadequada. (BENEDILTSOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010, p. 13, tradução própria).

Por fim – complementam Benediltsdottir et al. (2010) – o comportamento propenso ao risco esteve na raiz da expansão do sistema bancário islandês. Em particular, o risco de depreciação cambial e o risco de crédito diretamente ligado a ele não fora levado em conta. Isso criou um grande diferencial entre as taxas de juros da Islândia e as de vários outros países, sendo as primeiras exploradas pelos bancos islandeses para gerar altos lucros, o que viria a afetar a eficácia da política monetária nacional.

A Islândia é uma boa ilustração para extrair lições dos erros que resultaram na crise financeira mundial de 2008. Nenhum outro país desenvolvido sofrera um colapso sistemático no seu setor bancário na escala que ocorreu na Islândia ou, na verdade, raramente na história das finanças. (SIGURJONSSON; MIXA, 2011, p. 209, tradução própria).

Ao apresentar as origens do desenvolvimento econômico islandês, buscando acompanhar a sua evolução de colônia a potência financeira internacional, muito marcada pela concentração de poder econômico e político e pelo desejo social de superação do histórico de subjugação colonial, o presente capítulo buscou expor aspectos que tornaram sua recente trajetória de crescimento econômico acelerada e bastante exposta ao capital externo, enfatizando o papel desempenhado pelo ingresso do país no mercado comum europeu e pelas políticas de privatizações (em especial do setor bancário) tanto na expansão da economia como na sua exposição ao capital especulativo estrangeiro e nacional e, logo, ao risco atrelado à atividade financeira – em especial num contexto de fraca regulação e supervisão por parte das autoridades competentes.

3 A TEORIA DE MINSKY: HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

Embora impactando de maneiras distintas nas diferentes economias do mundo, o fato é que a crise financeira de 2008, cujo epicentro fora a economia norte-americana, entra para a história como uma das mais profundas. Diferentes autores ao longo da história dedicaram-se ao estudo desses eventos, buscando entender suas origens, seus impactos, os meios de lidar com eles e finalmente alternativas para contê-los. Ao focar no papel desempenhado pelo aumento do endividamento dos agentes econômicos na desestabilização do sistema financeiro, Hyman Minsky – autor pós-keynesiano – merece ser revisitado no cenário atual de inquietação. Apesar de seus estudos realizados na segunda metade de XX basearem-se em especial na economia norte-americana, “a importância e robustez da teoria desse autor derivam-se [...] [justamente] da adaptabilidade da hipótese da instabilidade financeira das economias de mercado às mudanças do marco regulatório e institucional pelo qual passa o modo de produção capitalista” (BAHRY; GABRIEL, 2010, p.29), de forma que se torna muito válido buscar maior compreensão do caso islandês – e mundial - a partir da visão minskyana.

Para tanto, as próximas seções tratarão de apresentar a principal hipótese proposta pelo autor para explicar o comportamento instável da economia capitalista, bem como descrever o ciclo econômico por ele apresentado e expor o que Minsky propõe ser o papel adequado a ser desempenhado por governos e bancos centrais que visem a atenuar as repercussões da instabilidade inerente ao sistema capitalista. Por fim, a última seção versará sobre o caso aqui estudado sob à luz da teoria apresentada, de forma a identificar na realidade analisada aspectos da teoria proposta.

3.1 Financiamento e instabilidade financeira

O argumento teórico da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), conforme aponta Minsky (1992), começa pela caracterização da economia capitalista como um sistema financeiro sofisticado e complexo, em que estão interligados os mercados financeiros, de trabalho e de produtos e os fluxos de renda, e seu desenvolvimento ocorre acompanhado por trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro – o que corresponde ao investimento. Isso porque o dinheiro presente paga pelos recursos que vão para produção, enquanto o dinheiro futuro é o lucro advindo das firmas

detentoras dos bens de capital usados na produção. Apesar da grande complexidade assumida pelas relações financeiras, enfatiza o autor, o determinante do comportamento do sistema continua sendo o lucro. As expectativas de lucro, por sua vez, dependem do investimento futuro, e os lucros realizados são determinados pelo investimento: desta forma, *se haverá lucro ou não, e, logo, se as obrigações dos agentes serão validadas ou não, vai depender do investimento*. Assim, em função da necessidade de se financiar o investimento em um ambiente de crédito barato, a economia de mercado constitui um sistema *inerentemente instável*, que apresenta um endividamento crescente, o que faz com que, de tempos em tempos, sejam geradas inflações e deflações de dívidas⁸.

Assim, de maneira geral, para destacar o caráter inerente da instabilidade da economia de mercado, Minsky aponta como chave a variável *investimento* – determinante do lucro, que rege o comportamento do sistema – e a variável *financiamento* – a qual viabiliza o investimento.

A HIF aponta que as estruturas das economias de mercado tornam-se mais frágeis após um período de prosperidade.

Durante o crescimento, empreendimentos em áreas muito lucrativas da economia são muito bem recompensados ao endividar-se cada vez mais, e seu sucesso estimula comportamento similar em outros no mesmo setor [...]. Lucros crescentes também alimentam a tendência a maiores endividamentos, ao minimizar as preocupações dos emprestadores de que novos empréstimos possam não ser pagos. (WHALEN, 2007, p. 12, tradução própria).

Desta forma, para Minsky, *a estabilidade alimenta a instabilidade*, no sentido de que a instabilidade financeira e as crises econômicas são um fenômeno *endógeno* decorrente de sentimentos de otimismo e confiança exagerados que surgem no período de *boom* econômico. (LIMA; MATHIAS, 2009). Como consequência, ao longo de um período de *boom*, complementam Bahry e Gabriel (2010), firmas, acionistas e instituições financeiras assumem posições mais arriscadas. As firmas engajam-se em um volume maior de financiamento de dívidas, os acionistas e as firmas aumentam sua relação de dívidas sobre ativos líquidos e os bancos aumentam seus

⁸ Trata-se do processo “no qual o tomador se vê forçado a vender seus ativos patrimoniais e mesmo os seus bens produzidos a preços cada vez menores para fazer face ao pagamento de suas dívidas. Essa pressão descendente sobre os preços aumenta a carga da dívida em termos reais. Neste sentido, os preços mais baixos dos ativos em geral aumentam a necessidade para revenda dos mesmos e isso só reforça o excesso da oferta de ativos no mercado, tornando mais difícil ao investidor pagar completamente o empréstimo tomado junto ao banco com a venda dos seus ativos no mercado, sobretudo se esses ativos são ilíquidos.” (CARVALHO; CARVALHO, 2012, p. 09).

empréstimos. As unidades, tanto produtivas como financeiras, passam a operar com estruturas obrigacionais em que o fluxo de capital necessário para a cobrir seus passivos se torna maior que as receitas. Ao passo que os emprestadores se tornam mais cautelosos e restritivos, as dificuldades financeiras começam a surgir na economia, não se restringindo apenas às estruturas superalavancadas – o que corresponde ao chamado “momento Minsky”. Nesse contexto, os riscos de contração econômica sistemática e depreciação de ativos tornam-se aparentes, e, sem intervenção em forma de ação coletiva – usualmente pelo Banco Central – um “momento Minsky” pode desencadear um colapso econômico (WHALEN, 2007).

A partir do já exposto, pode-se sumarizar então que a teoria minskyana

[...] aponta que a possibilidade de ocorrência de períodos de instabilidade financeira é intrínseca ao desenvolvimento de uma economia capitalista que se desenvolve sob o tempo histórico e cujos parâmetros estruturais são instáveis e sujeitos a mudanças súbitas e repentinas, e dessa forma tem grande importância tanto o passado cristalizado em forma do estoque de endividamento das diversas unidades financeiras e os serviços sobre a dívida que devem ser pagos quanto o futuro expresso na expectativa de fluxos de caixa gerado pelos diversos ativos de capitais detidos por tais unidades. (SUMMA, 2005, p.01-02).

Durante o *boom* econômico, as inovações financeiras se propagam como importante meio de obtenção de lucros no sistema bancário e permitem a sustentação do investimento e do preço dos ativos de capital. Minsky (1992) aponta a atividade bancária como assumindo um papel essencial na desestabilização das relações econômicas, surgindo no sistema como desestabilizador endógeno. Isso porque, em contraste com a ortodoxa Teoria Quantitativa da Moeda⁹, a HIF considera o sistema bancário como um agente que visa ao lucro. Bancos buscam lucro ao financiar atividade econômica, e, como todos empreendedores numa economia capitalista, os banqueiros (usando o termo genericamente para todos intermediários financeiros) estão cientes de que a inovação garante lucros. Por isso, os banqueiros são vendedores de dívida que se esforçam para inovar nos ativos adquiridos e passivos por eles negociados.

Nesse particular, Minsky mostra que concessões de crédito e, conseqüentemente, criação de dívidas, são fundamentais para a dinâmica capitalista. O financiamento permite que os investimentos se tornem

⁹ A Teoria Quantitativa da Moeda é a hipótese sobre a causa principal das variações no valor da moeda. A teoria baseia-se na hipótese de que o produto real a preços constantes de qualquer economia depende exclusivamente de variáveis reais (fatores de produção e função de produção agregada) e que a velocidade de circulação da moeda varia de forma lenta e previsível a longo prazo podendo ser considerada uma constante no curto prazo. (CORAZZA; KREMER, 2003).

demanda efetiva e possibilita, ademais, que dívidas sejam transpostas ao longo do tempo. De alguma forma, as diferentes unidades econômicas – agentes, governo e firmas – necessitam, ainda que de forma intermitente ou pontual, incorrer na criação de dívidas para enfrentar alguma adversidade, seja a causada pelo mau gerenciamento dos fluxos de caixa, seja a derivada da incerteza inerente ao futuro, ou ainda aquela que se apresenta ante a necessidade de se investir e não manter em mãos todos os recursos necessários para isto. (TERRA; FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2009, p.01).

A fragilidade financeira é mensurada por Minsky quanto ao grau de prudência do endividamento – seja por critérios de liquidez, ou de solvência - das unidades econômicas que constituem um sistema financeiro (MOLLO, 1988). As unidades econômicas são, assim, classificadas entre três tipos, conforme seu grau de prudência: unidades *hedge*, especulativas e *Ponzi*. As unidades *hedge* de financiamento são as que podem honrar, através do seu fluxo de caixa, todas suas obrigações de pagamento – tanto o principal (amortizações) como os juros. Isso porque, para essas unidades, a receita esperada da utilização dos ativos de capital é maior do que os seus compromissos financeiros em todos os períodos. As unidades financeiras especulativas são aquelas que apresentam fluxo de caixa superior apenas aos juros devidos, devendo recorrer a refinanciamentos para quitar o principal – já que seus compromissos financeiros excedem sua receita esperada para alguns períodos. Já nas unidades *Ponzi*, o fluxo de caixa não é suficiente para cobrir o pagamento do principal nem dos juros das dívidas, não devendo sua receita esperada superar suas obrigações de pagamento. Para cumprir suas obrigações, tais unidades podem liquidar seus ativos ou obter empréstimos. Desta forma, tanto as unidades especulativas como as *Ponzi* precisam de empréstimos extras para realizar seus compromissos. Entretanto, o montante de que as primeiras necessitam é menor que a sua dívida vincenda, enquanto as segundas ampliam suas dívidas (BAHRY; GABRIEL, 2010).

A combinação de finanças *hedge*, especulativa e *Ponzi* em uma economia é o maior determinante de sua estabilidade – ou instabilidade. A instabilidade de um regime com predominância de estruturas de financiamento especulativas ou *Ponzi* está relacionada, em grande medida, ao impacto das taxas de juros, que tendem a se elevar durante o *boom*.

Se a taxa de juros sobe, as unidades especulativas tentam se refinar e para isso vendem seus ativos. Isto faz baixar os preços dos ativos, levando outras unidades à necessidade de se refinanciar também, e, portanto, de venderem ativos, e assim sucessivamente. O que se pode concluir de tal processo é que quanto maior o peso das unidades especulativas na economia, mais rapidamente, e de forma mais ampla, um comportamento que tem como objetivo contrabalançar uma perturbação do funcionamento normal

do sistema amplia tal perturbação ao invés de resolvê-la. (MOLLO, 1988, p. 104-105).

A alta dos juros, complementam Lima e Mathias (2009), reverteria as expectativas dos agentes, e a incerteza levaria os agentes a aumentarem sua preferência pela liquidez, buscando assim liquidar seus ativos, e aos bancos serem mais rígidos na concessão de crédito. Surgem assim momentos de iliquidez no sistema e queda no preço dos ativos a fim de revertê-los em moeda o quanto antes. Reduz-se o investimento na economia, entra-se em um momento de crise e incerteza aguda que se não for tratada pode levar à recessão.

Uma das evoluções na economia durante os períodos de prosperidade refere-se à evolução de estruturas *hedge* para especulativas e logo para *Ponzi*, o que torna o sistema mais instável e por isso sujeito a grandes perturbações. A diferenciação dessas três unidades permite a construção dos teoremas de Minsky. O primeiro teorema da HIF é que a economia tem regimes financeiros sob os quais é estável, e regimes sob os quais é instável. O segundo teorema é que, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras que contribuem para manter a estabilidade do sistema para relações que contribuem para a instabilidade. A HIF é, portanto, “[...] a teoria do impacto da dívida sobre a conduta do sistema, incorporando a maneira pela qual essa dívida é validada.” (BAHRY; GABRIEL, 2010, p.34).

3.2 Ciclos Econômicos

O ciclo econômico de Minsky tem início com um estágio de grande expansão do investimento e grande crescimento econômico viabilizado pela crescente atuação dos bancos nos processos de financiamentos – os quais inicialmente atendem a um arranjo do tipo robusto. O ambiente favorável e a expectativa de continuidade do cenário positivo levam alguns agentes a apostar na alavancagem, os quais passam a aceitar obrigações maiores ou muito próximas de suas receitas esperadas, diminuindo suas margens de manobra em caso de imprevistos. (LIMA; MATHIAS, 2009). Nesse contexto, muitas unidades *hedge* assumem uma postura mais especulativa para aproveitar as oportunidades de investimento. Os preços dos bens de capital e o investimento sobem, e a tendência é que esse crescimento se torne um *boom* que sustente essa postura especulativa. Entretanto, essa postura é bastante vulnerável à alta de juros por conta da necessidade de contínua rolagem de dívidas, do

descasamento entre a realização do ativo e os fluxos de compromissos, e da possibilidade de alterações de exigências pelos financiadores. A economia assim dominada pela incerteza está sujeita a reversão das expectativas – o que constitui o “momento Minsky” – resultando na reversão do ciclo econômico. A não materialização de fluxos esperados, por exemplo, deteriora a posição financeira das unidades econômicas e aumenta a proporção de unidades do tipo *Ponzi*. As quedas do preço dos bens de capital e do investimento, por sua vez, acentuam a reversão. O mercado financeiro exige garantias maiores e, se a estrutura de passivos não for validada, haverá o risco de um colapso devido ao alto grau de interdependência das relações financeiras. (FERREIRA; PENIN, 2007).

Neste contexto, Minsky (1986) conclui que

A maior fraqueza do nosso tipo de economia é que ela é instável. Essa instabilidade não se deve a choques externos ou à incompetência ou à ignorância dos decisores políticos. As dinâmicas de uma economia capitalista que possui estruturas financeiras complexas, sofisticadas e desenvolvidas levam ao desenvolvimento de condições conducentes à incoerência – a galopantes inflações e a profundas depressões. Entretanto, a incoerência não precisa ser completamente realizável, uma vez que as instituições e a política podem conter a propulsão à instabilidade. Pode-se, por assim dizer, estabilizar a instabilidade. (Minsky, 1986, p. 11, tradução própria).

Para tanto, cabe ao *Big Government* e ao *Big Bank* a ação de estabilização do ciclo do sistema econômico através de políticas anticíclicas. Apontam Bahry e Gabriel (2010) que, de acordo com a teoria de Minsky, intervenções podem abortar a crise através do refinanciamento das empresas ou sustentando os lucros por meio do déficit fiscal. Assim, a atuação de um *Big Government* evitaria depressões. Outra forma de evitar ou reduzir a fragilidade financeira das unidades é por meio do *Big Bank*, que atua como prestador de última instância, agindo sobre a estrutura de ativos e passivos do sistema financeiro. Ademais, frisam os autores que seria necessário que os decisores¹⁰ políticos controlassem a criação das inovações financeiras, as quais constituem grandes desestabilizadores econômicos. Isso porque, caso a intervenção do prestador não ocorra acompanhada por regulações e reformas que restrinjam as práticas no mercado financeiro, o que acaba por se gerar é um estágio de financiamento com expansão inflacionária – caso os banqueiros e as demais instituições financeiras tenham se recuperado do choque transitório da crise.

¹⁰ Do original em inglês “policymakers” referido por Minsky.

Ainda em relação ao papel do governo como “estabilizador da instabilidade”, Ferreira e Penin (2007) destacam que Minsky assume a endogeneidade da moeda – criada a partir das necessidades do sistema – de forma que a política monetária se torna ineficaz e a alta de juros poderia deteriorar ainda mais as posições financeiras. A contração da demanda agregada, por sua vez, compromete a capacidade de pagamento e a própria solvência das firmas. Esse seria o cenário mais dramático na visão do autor. A atuação do setor público, de forma geral, consiste, conforme apontado, na adoção de políticas fiscais contra cíclicas e no exercício da função de prestador de última instância. Ela assim impede deflações de dívidas, entretanto, não permite um ajuste ao validar a posição dos agentes, e desta forma amplia a instabilidade da economia. Posto isto, a regulamentação prudencial do mercado seria a forma mais indicada de intervenção, a qual, todavia, exige cuidados por trazer maior rigidez e limitar a atuação das forças de crescimento do capitalismo. No que tange à regulamentação prudencial do mercado, Lima e Mathias (2009) complementam que esta seria uma solução de longo prazo; no curto prazo, a estratégia para combater a crise restringe-se à provisão de liquidez ao mercado financeiro.

A partir do previamente exposto, pode-se então destacar que, conforme a teoria minskyana, a economia mostra um comportamento cíclico, em que todos os ciclos são gerados endogenamente e são transitórios (BAHRY; GABRIEL, 2010). Logo, trata-se de um modelo de economia capitalista que *não depende de choques externos* para gerar ciclos de negócio de grande amplitude.

Para Minsky, ampliando a perspectiva original de John Maynard Keynes, o ciclo econômico é causado tanto pelos investimentos privados e suas expectativas de retorno, quanto, e de forma fundamental, pela relação destes com a concessão de financiamento que os viabilizam, circunscritos ao movimento de expansão ou de recessão das economias capitalistas. Neste cenário Minsky estabeleceu sua Hipótese da Fragilidade Financeira. (TERRA; FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2009, p.01).

3.3 O caso islandês à luz da teoria minskyana

Ao tratar da crise *subprime* norte-americana, Lima e Mathias (2009) destacam dois elementos que levariam a interpretá-la à luz do pensamento de Minsky, elementos estes que analogamente podem ser observados no caso aqui apreciado.

Um deles seria o de que as crises se portariam em ciclos com início em uma fase de boom onde o cenário macroeconômico é favorável; a economia apresenta forte aquecimento e taxas de investimento elevadas, grande especulação sobre ativos com preços em alta. Esse processo ocorre até que por algum evento exógeno o cenário muda e os agentes procuram desfazer-se dos ativos em busca de moeda e de frente a situações de escassez

monetária, passarão a liquidar seus ativos a preços cada vez menores e assim entra-se na fase de colapso. Outro elemento seria a excessiva liberalização financeira, ou seja, um problema da própria estrutura do sistema financeiro que ao possuir um caráter pouco regulado e com o advento de inovações financeiras, contribuiria para a fragilização do sistema. (LIMA; MATHIAS, 2009, P.15).

Segundo os autores, é possível encontrar no caso da crise norte-americana de 2007 características dos dois elementos acima elucidados, referindo-se à fase de *boom* da economia a partir de 2001, com crescimento de investimento e de consumo (ambos com ápice em 2004), onde se evidenciou grande escalada dos preços. Com vistas de controlar a inflação, o FED promoveria aumentos graduais da taxa de juros, o que contribuiria para entrada na fase do colapso do ciclo e viria a desencadear o que se tem visto desde agosto de 2007. De forma semelhante, observou-se a expansão da economia islandesa no início do século, que – conforme apontado no capítulo anterior – atingiu seu ápice em 2007, apresentando de 2003 a 2007 um crescimento do PIB real de 5,5% ao ano, em média. Simultaneamente, conforme apontam Benediltsdottir et al. (2010), o rápido crescimento do sistema bancário levava à rápida expansão do crédito doméstico, resultando no crescimento da demanda agregada, na queda da poupança privada e no déficit de conta corrente de 14,3% no período, refletindo a rápida expansão de consumo e do investimento. Paralelamente, o BCI optaria pela elevação da taxa de juros como meio de controle da inflação e da excessiva depreciação da moeda, gerando o elevado diferencial de juros entre as taxas islandesa e a internacional, o que resultaria num grande atrativo para o capital especulativo – o qual está na base da crescente fragilização do sistema financeiro que se observou no período.

No que tange ao sistema financeiro norte-americano, Lima e Mathias (2010) lembram que se destacou o papel desempenhado pelas inúmeras inovações financeiras, dentre elas a securitização, a qual permitiu que empréstimos como o de hipotecas virassem títulos e pudessem ser negociados em mercados secundários – o que teria sido um dos condicionantes que mais contribuíram para fragilização do sistema financeiro estadunidense e, logo, mundial. Entre 2001 e 2006, observou-se uma modificação bastante grande no endividamento dos agentes no sistema de hipotecas, quando o peso das hipotecas *subprime* securitizadas, por exemplo, passou de cerca de 50% para 80,5% do total desse tipo de hipoteca. À luz da HIF, poder-se-ia dizer que houve uma migração da estrutura de endividamento tipo robusta (*hedge*)

para um tipo mais frágil (especulativa e *Ponzi*) – especialmente após a retomada de prosperidade da economia dos EUA pós-2001.

Em relação ao caso islandês, uma estratégia de expansão adotada pelo setor bancário foi, por exemplo, as contas de depósitos online através da criação de subsidiárias do exterior, como o *Icesave*, que serviu como instrumento de maior captação de recursos por parte do *Landsbanki* após a mini crise de 2006. Esta última, por sua vez, poderia ser considerada, de acordo com a teoria, um choque transitório, na medida em que a atividade dos bancos não fora limitada. Pelo contrário, a situação adversa serviu como estímulo ao setor para a busca de novas fontes de financiamento, expondo o sistema a maiores riscos. Ainda, pode-se dizer que não era do interesse dos decisores políticos – no período de crescimento e eclosão da crise – limitar a atuação do setor financeiro, dado que historicamente a mesma elite detinha o poder político também detinha o econômico. Pelo contrário, conforme aponta Hilmarsson (2013), ao promover a ideia de que a Islândia deveria virar um centro financeiro internacional, o governo expressou crença no setor bancário e encorajou sua expansão, bem recebendo a expansão dos bancos e não tomando medidas plausíveis para proteger a economia no evento de uma crise bancária.

Sigurjohsson e Mixa (2011) destacam que a privatização dos bancos islandeses promovida pelo governo – através de sua política de *laissez-faire* – fomentara um período de otimismo e apetência pelo risco em prol do empresariado. Nesse contexto, com crédito fardo, as oportunidades de negócio eram claras e acessíveis; o preço das ações subia numa era de fácil acesso a capital barato e a crença na apreciação futura encorajava as pessoas a continuar comprando ações. Neste aspecto, nota-se uma convergência ao pensamento de Minsky. Para esse autor haveria um caráter endógeno presente nas crises.

A sensação de prosperidade da economia durante certo período, conferida em uma noção de estabilidade pelos agentes, acabaria por aguçar a vontade a arriscar-se mais dado que o ambiente é estável ou ao menos parece estável ao prisma do agente. Assim sendo, ao sentir-se estável o agente torna-se mais propenso a arriscar-se nas transações financeiras. Assim a estabilidade econômica poderia vir a gerar a própria fragilidade financeira, pois indivíduos em ambientes estáveis são tentados a se arriscar mais. (LIMA; MATHIAS, 2009, P.17).

No que diz respeito à endogeneidade do processo e à dinâmica cíclica na economia, Bahry e Gabriel (2010), referenciando Dymski e Pollin (1992), sugerem uma interpretação mista. Se, por um lado, conforme apontado no decorrer do capítulo, a fragilização da estrutura financeira dos agentes econômicos é completamente

endógena, a partir da adoção de posturas financeiras mais alavancadas e especulativas, por outro, a reversão da tendência da economia se desencadeia a partir de um choque exógeno, como, por exemplo, a partir das mudanças de taxa de juros da autoridade monetária, ou demais tipos de política econômica, como aumento do custo das operações de redesconto. Ampliando tal análise, poder-se-ia destacar que o desencadeante imediato – o estopim – do colapso absoluto do sistema bancário islandês fora justamente a quebra da economia norte-americana representada pela falência do Lehman Brothers em 2008, a qual resultou no congelamento imediato do mercado financeiro internacional e no desaparecimento dos recursos líquidos nos mercados interbancários (SIGURJONSSON; MIXA, 2011). Tal episódio, em relação à economia islandesa, constitui um choque exógeno. Entretanto, cabe frisar que a fragilização da mesma vinha se consolidando desde antes, como consequência do seu crescimento desenfreado e superalavancagem do seu sistema financeiro num contexto de permissividade da regulação da estrutura financeira, bastando um toque externo para o que sistema desmoronasse.

De acordo com a visão minskyana, “a crise financeira das unidades e a crise da economia são explicadas então pela interrupção no fluxo do financiamento que ocorre em função da desconfiança dos emprestadores com relação à validação do crédito concedido” (BAHRY; GABRIEL, 2010, p. 40). Precisamente, a crise de liquidez que atingiu o mercado internacional, ao limitar a obtenção de recursos pelos agentes econômicos e, portanto, o cumprimento de suas obrigações, fora o fator desencadeador do colapso do sistema bancário da Islândia. Concluindo, cabe enfatizar que, apesar de aparecer de forma semelhante em diferentes economias, a crise depende essencialmente das particularidades de momento histórico e lugar, que são o pano de fundo dos fluxos financeiros internacionais, bem como da maior sofisticação e inovação dos sistemas financeiros.

O presente capítulo buscou retomar os principais pontos abordados por Minsky na construção da sua Hipótese de Instabilidade Financeira, através da qual sustenta-se o argumento de que as economias de mercado, por si só, tendem à instabilidade e, ao fazê-lo, percorrem um ciclo contínuo, em que períodos de prosperidade levam a crises, as quais são seguidas por novos períodos de prosperidade. Partindo de tal exposição, o capítulo buscou apontar que, ao abordar o episódio mais recente de crise internacional, identificam-se elementos presentes que permitem analisá-lo à luz da teoria do autor, em especial o período de intenso crescimento econômico precedendo

o colapso do sistema financeiro num ambiente de excessiva permissividade, em que cada vez mais os agentes econômicos aumentam sua propensão ao risco num contexto de otimismo e fácil acesso ao crédito. Tais aspectos – identificados não apenas no caso particular analisado, mas de forma geral nas economias acometidas pela crise – estão na base do entendimento dos fatores que levaram os mercados, cada vez mais fragilizados, ao colapso.

4 ISLÂNDIA PÓS-CRISE: INSTABILIDADE E RECUPERAÇÃO

Esta etapa do trabalho tratará de apresentar o cenário econômico islandês montado após a quebra das suas potências bancárias em outubro de 2008. O capítulo será focado nos principais desdobramentos político-econômicos do colapso financeiro do país, o qual culminou na antecipação das eleições parlamentares para 2009 e na adoção de estreitas políticas de controle de fluxos de capitais por parte do governo, condições estas determinantes para que a “...Islândia experimentasse umas das recuperações econômicas mais rápidas e amplas da Europa.” (HART-LANDSBERG, 2013, p. 26, tradução própria).

4.1 Cenário político-econômico pós-2008

Quando as três potências bancárias quebraram em outubro de 2008, o parlamento islandês rapidamente aprovou uma nova legislação numa tentativa de limitar o dano à economia islandesa. O Novo Ato – comumente referido como Legislação de Emergência – deu aos depósitos e seguros de depósitos prioridade em relação a outras reivindicações dos bancos e deu à Autoridade de Supervisão Financeira islandesa – FME¹¹ – o poder de delimitar a parte doméstica dos bancos problemáticos ao transferir ativos e passivos domésticos aos novos bancos criados. Conforme determinado pela Legislação de Emergência, “Os depósitos domésticos foram integralmente avalizados pelo governo – sejam de posse de nativos ou estrangeiros – enquanto o status de depositantes de filiais estrangeiras permaneceria incerto.” (BENEDILTSDOTTIR; DANIELSSON; ZOEGA, 2010, p. 18, tradução própria).

O *default* dos bancos levou a uma rápida e inter-relacionada série de crises: uma crise cambial, uma no mercado acionário, uma imobiliária e uma de pagamentos para as empresas e famílias islandesas.

A *króna* depreciou mais de 80% quando comparada ao euro em 2008 e o mercado de ações perdeu 75% do seu valor. Os salários reais caíram em 4.2% em 2008 e mais 8% em 2009. A taxa de desemprego elevou-se de 1% em 2007 para 8% em 2009. Não surpreendentemente, dada a rapidez e instabilidade subjacentes ao crescimento do país, a Islândia sofreu um dos piores declínios econômicos dentre os desenvolvidos, com o PIB caindo a uma taxa combinada de 9.3% de 2008 a 2010. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 32-33, tradução própria).

¹¹ Sigla do termo islandês “Fjármálaeftirlitid”, referente à Autoridade de Supervisão Financeira nacional.

Como resultado imediato das falências, o *rating* nacional atribuído pelas empresas de classificação de risco despencou; as linhas de crédito do *Landsbanki* e do *Kaupthing* foram cortadas, e iniciava-se uma corrida bancária. Enquanto o colapso ganhava velocidade, o primeiro-ministro Oddsson reduziu a taxa de juros e, simultaneamente, determinou, em 7 de outubro, que a *króna* fosse indexada a uma cesta de moedas. Num cenário em que o câmbio já estava desmoronando, as reservas em moeda estrangeira estavam se exaurindo e não havia controle de capitais, a indexação cambial durou por apenas algumas horas comerciais. Ainda assim, destacam Wade e Sigurgeirsdottir (2010), durou tempo suficiente para que muitos conseguissem desfazer da moeda a uma taxa muito mais favorável do que a que conseguiriam se o fizessem mais tarde. Em consequente, o valor da moeda despencou. De um pico de valorização do câmbio de 70 *krónas* por euro entre 2005 e 2006, a taxa mais que duplicaria ao atingir o valor de 190 *krónas* por euro em novembro de 2008. O mercado de ações, as obrigações bancárias, o preço dos imóveis e o faturamento médio entraram em queda livre.

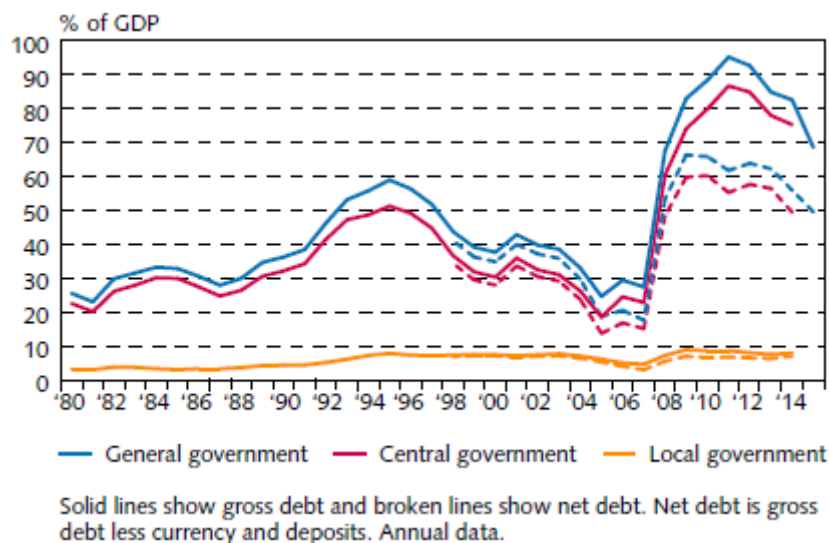
As famílias foram especialmente atingidas pelas oscilações de preços e câmbio. Hart-Landsberg (2013) ressalta que a dívida familiar no início de 2008 correspondia a 100% do PIB e – ainda mais surpreendentemente – a 225% da renda disponível. Aproximadamente 80% da dívida das famílias era indexada à inflação, e os preços subiram 27% no período. Ademais, cerca de 13% do débito correspondia a empréstimos indexados a moedas estrangeiras, os quais dobraram seus montantes em termos de moeda doméstica de 2008 a 2009. Muitas pessoas, incapazes de pagar seus débitos, perderam carros e casas. As empresas não financeiras, por sua vez, também foram atingidas pelas oscilações: sua dívida ao final de 2007 ultrapassava 300% do PIB, e aproximadamente 70% de todos os empréstimos bancários a essas unidades eram indexados a moedas estrangeiras.

Aguirre e Alonso (2012) ainda destacam que a falência dos bancos islandeses provocou um grande impacto sobre a dívida pública do país.

O governo não apenas injetou fundos públicos nessas instituições para que elas pudessem seguir operando no âmbito doméstico, mas também teve de recapitalizar o Banco Central, cujo balanço havia se deteriorado muito após meses proporcionando liquidez às custas de suas reservas aos bancos, que finalmente quebraram. Em conjunto, a reativação do sistema financeiro teve um custo [aos cofres públicos] equivalente a 43% do PIB. (AGUIRRE, ALONSO; 2012, p. 49, tradução própria).

Adicionalmente, a Islândia permaneceria, após seu colapso bancário, investindo em políticas sociais de grande envergadura. A sobrecarga fiscal resultante somada à contração das receitas no contexto de recessão econômica resultou para o Estado islandês em enormes necessidades de financiamento. (AGUIRRE, ALONSO; 2012). A figura 2 apresenta a evolução da dívida pública dos governos geral, central e local como porcentagem do PIB nacional.

Figura 2 – Dívida dos governos geral, central e local da Islândia (1980-2014)



Fonte: Banco Central da Islândia (2016)

Identifica-se que, desde o ingresso do país no EEE em 1994, as dívidas dos governos vêm apresentando uma tendência à queda, resultante das políticas de liberalização adotadas no período. Tal tendência viria a ser revertida à medida que a eclosão da crise se aproximava, período durante o qual a instabilidade financeira do país passa a ficar em evidência e os gastos do governo são ampliados para contê-la. Conforme apontam Aguirre e Alonso (2012), esse aumento na dívida deveu-se principalmente à emissão de dívida negociável em moeda local.

Nesse contexto, o FMI chegaria a Reykjavík – capital islandesa – em outubro de 2008 para a preparação do programa para administração da crise, sendo esta a primeira vez em que o Fundo seria chamado para atender uma economia desenvolvida desde que o fez a Grã-Bretanha em 1976. O FMI ofereceu um empréstimo condicionado de US\$ 2,1 bilhões, visando a estabilizar a moeda. O Fundo aprovou rigorosos controles no mercado cambial para conter a fuga de capitais: os fundos *carry trade* bloqueados na Islândia, estimados em cerca de 50% do PIB nacional de 2008, estavam bastante decididos a deixar o país. A taxa de juros do

Banco Central foi inicialmente elevada de 15% a 18%, mas logo reduzida novamente. Os planos de contenção fiscal foram agendados para 2010–2011. O FMI também respondeu às demandas dos governos britânico e holandês de que a Islândia os ressarcisse pelos reembolsos aos depositantes do *Icesave* (apesar da mobilização popular da Islândia contra tais pagamentos) tendo como teto o plano de depósitos de garantia europeu, qual seja, do reembolso de 20.887 euros por conta. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010).

A crise enfrentada pelo país, conforme aponta Loftsdóttir (2014), criou um senso de colapso político e econômico que se estendeu para além do âmbito econômico. Segundo Hallgrímsdóttir e Brunet-Jailly, a crítica por trás dos protestos relacionados ao *Icesave* – que culminaram na realização dos plebiscitos que rejeitariam os reembolsos – baseava-se na intenção implícita de repatriação da dívida incorrida por corporações privadas em solo estrangeiro, que assim estaria redistribuindo ônus do reembolso entre os contribuintes. Tratava-se da tentativa de privatização dos ganhos e socialização das perdas. “A rejeição do *Icesave* como exercício de cidadania responsável foi consoante com a preocupação mais generalizada acerca da saúde da democracia islandesa.” (HALLGRÍMSDOTTIR; BRUNET-JAILLY, 2015, p. 88, tradução própria).

A revolta da população islandesa frente ao cenário caótico pós-crise não se restringia, porém, à crítica ao *Icesave*. Mobilizações populares foram generalizadas no país ainda no final do ano de 2008. A reivindicação dos manifestantes era, em especial, pela renúncia do Primeiro Ministro Haarde e pela realização novas eleições. Incapacitado de pacificar a ira popular, o partido no poder – o *Independence Party* – primeiramente anunciou novas eleições para abril de 2009. Em janeiro deste ano, porém, a coalizão *Independence Party* e *Social Democratic Alliance* foi rompida, uma vez que os líderes da segunda optaram por apoiar os apelos populares pela renúncia de Oddsson como Governador do BCI. Com o *Independence Party* amplamente rejeitado, e figurando bem atrás do *Social Democratic Alliance* e do então popular *Left-Green Movement* nas pesquisas, seguiu-se a renúncia do primeiro-ministro ao cargo, e um governo interino destes dois últimos partidos foi formado em janeiro de 2009 para liderar o país até as eleições de abril, das quais a nova coalizão sairia vitoriosa. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010). Assim sendo, destaca-se que

“Até o presente momento, a Islândia permanece sendo o único país cujo governo renunciou como resultado da crise financeira mundial. Também é o único país a ter se deslocado significativamente para a esquerda como

consequência de setembro de 2008.” (HART-LANDSBERG, 2013, p. 34, tradução própria).

As medidas tomadas a seguir pelo novo governo diferiam daquelas adotadas no resto do continente. “[...] ao invés de tentar socorrer as estruturas já existentes [...] através de medidas de austeridade, [o governo] interveio ativamente nos mercados financeiro, monetário e imobiliário, além de fortalecer programas sociais chave que defendiam os interesses da maioria.” (HART-LANDSBERG, 2013, p. 34, tradução própria). Ainda segundo o autor, o governo engajou-se em importantes intervenções no mercado de trabalho. Por exemplo, aumentou significativamente o salário mínimo numa taxa correspondente a quase o dobro do crescimento médio do salário e equivalente ao aumento dos preços. Ademais, elevou o seguro desemprego entre os anos de 2007 e 2010 e também estendeu o período durante o qual os trabalhadores poderiam receber o benefício de três para quatro anos.

Especialmente devido à grande desvalorização da *króna*, o governo tratou de reduzir os danos à população ao forçar os bancos a reestruturarem seus empréstimos (hipotecários, em especial) em moeda estrangeira para moeda local, além de recalcular as taxas de juros para “suavizar” os endividamentos. Esses empréstimos atrelados a moedas estrangeiras eram amplamente difundidos entre as famílias e as empresas entre 2004 e 2008; e o seu montante mais que dobrou quando a *króna* colapsou em 2008. (WADE; SIGURGEIRSDOTTIR, 2010).

O governo [...] tomou ações diretamente para reduzir o peso das dívidas sobre as famílias e negócios não financeiros. Em junho de 2010, a Suprema Corte tornou inválidos os empréstimos de veículos automotores atrelados a moedas estrangeiras. Em dezembro de 2010, o Parlamento decretou semelhante medida para empréstimos de hipoteca. Em junho de 2011, a Suprema Corte incluiu empréstimos a empresas. Todos esses empréstimos foram convertidos para moeda doméstica, de forma que seus montantes foram reduzidos consideravelmente, e as taxas de juros também foram recalculadas (retroativamente) utilizando a mais baixa taxa de juros não indexada publicada pelo Banco Central da Islândia. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 35, tradução própria).

Paralelamente, ainda segundo Hart-Landsberg (2010), um rígido controle de capitais exercido pelo governo tornaria grande parte das transações transnacionais de capital ilegais, evitando a saída em massa de capitais do país e, conseqüentemente, favorecendo o fortalecimento e a estabilização da moeda. Diante do novo plano de ação definido, o autor ainda conclui que

Longe de radical, a resposta do governo islandês à crise do país foi na verdade não convencional. Ela também foi mais bem-sucedida em promover recuperação econômica e em proteger o bem-estar social da maioria do que

a maioria das respostas convencionais dos outros países europeus. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 34-35 tradução própria).

4.2 Controle de capitais e estabilização cambial

A movimentação internacional de capitais – na verdade as transações cambiais como um todo – foi severamente restrita na Islândia durante a maior parte do século XX, até o país tornar-se membro do EEE em 1994. Seguindo as regras do EEE, a Islândia abriu todos os mercados aos países membros da UE: os fluxos de capital, bem como os de trabalho, bens e serviços. Seguiu-se então, segundo Baldursson e Portes (2014), a plena mobilidade de capitais entre a Islândia e outras economias do mercado.

A moeda islandesa manteve-se forte durante o período de expansão pré-crise do país, apesar de seu enorme déficit de conta corrente decorrente do grande influxo de capital estrangeiros. Com o colapso do sistema bancário, esse influxo foi interrompido e a *króna* entrou em queda livre. O declínio intensificou os problemas econômicos do país. Ao mesmo tempo, porém, havia um lado positivo no declínio do câmbio.

Em especial, ele permitiu o país a rapidamente recuperar sua competitividade internacional e sua tração econômica. A Islândia registrou um superávit de conta corrente em 2009, o que foi possível – em parte - graças à recuperação das exportações. [...] Ainda, a alta no preço das importações também estimulou o reestabelecimento das indústrias de substituição de importação. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 36-37, tradução própria).

Entretanto,

O uso difundido de moeda estrangeira nos empréstimos domésticos – dois terços do débito corporativo era indexado a moedas estrangeiras – tornou a estabilização da taxa de câmbio imprescindível. Ademais, devido à grande indexação das dívidas das famílias e o historicamente rápido repasse do aumento da taxa de câmbio aos preços domésticos, uma posterior depreciação significativa da *króna* teria um impacto desastroso sobre o balanço de pagamento das famílias e sobre o nível de preços. (BALDURSSON; PORTES, 2014, p. 43, tradução própria).

O controle do fluxo de capitais foi então implementado como meio de evitar a saída em massa de capital do país e suas consequências (como o colapso do câmbio, que impactaria na inflação e nas dívidas domésticas em moeda estrangeira). Como resultado, “[...] fundos *carry trade* correspondentes a 40% do PIB foram trancados no país em função dos controles. Tais fundos ficaram conhecidos como ‘*offshore króna*

*holdings*¹².” (BALDURSSON; PORTES, 2013, p. 42, tradução própria). À primeira vista, o controle de capitais pareceria violar o acordo do EEE que estimulava a livre movimentação de capital entre os países membros. A corte do EFTA, entretanto, determinou que, dadas as circunstâncias, o controle imposto seria compatível com o acordo.

Conforme Comunicado sobre Controle de Capitais publicado pelo BCI em novembro de 2010,

Controles abrangentes de capital foram introduzidos na Islândia em novembro de 2008 como parte do programa econômico do governo, o qual é amparado pelo FMI, com o objetivo de evitar sérias dificuldades econômicas com relação ao balanço de pagamentos islandês, e com o objetivo de estabilizar a taxa de câmbio sem a dependência excessiva do instrumento da taxa de juros. Os controles constituem um desvio das obrigações da Islândia sob o acordo do EEE de promover livre movimentação de capitais. Sob o acordo do EEE, os controles são permitidos apenas como uma medida de emergência de curto prazo. As medidas foram informadas às instituições do EEE [...] sem nenhuma objeção. Entretanto, seria um rompimento do acordo do EEE se maiores esforços não fossem feitos para suspender os controles de capitais uma vez que as condições que criaram tal emergência fossem superadas. (Banco Central da Islândia, 2010).

Sob tais controles,

A maior parte das transações de capital são controladas tanto para residentes quanto para não residentes; ou seja, sua capacidade de câmbio entre *krónas* e moedas estrangeiras fica restrita. Títulos denominados em *króna* e outros instrumentos semelhantes não podem ser convertidos para moeda estrangeira antes de sua maturidade. Seus rendimentos devem ser reinvestidos em outros instrumentos [também] denominados em *krónas*. (Banco Central da Islândia, 2009).

Os controles de capital foram impostos como uma medida de curto prazo a ser removida o mais breve possível (BALDURSSON; PORTES, 2014). Em março de 2011, o BCI emitiu um plano de remoção. Tal plano se dividia em duas etapas: na primeira, os *offshore króna holdings* seriam reduzidos até atingirem um nível que o Banco Central considerasse administrável em termos de reservas de moedas estrangeiras, e até que a taxa de câmbio dos *offshore* (definida em leilões promovidos pelo BCI) se aproximasse da taxa dos *onshore krónas holdings*¹³. Na segunda etapa, a saída de *onshore krónas holdings* seria liberada. O plano deixava claro que o BCI não estava disposto a assumir o risco cambial de financiar a compra de *offshore krónas*; a razão para tanto seria provavelmente que as reservas islandesas – em 2014

¹² Tradução literal: “ativos extraterritoriais em *króna*”, referindo-se ao capital de posse de não residentes que ficou detido no país como resultado das políticas de controle de fluxos de capital.

¹³ Tradução literal: “ativos em *króna em terra firme*”, referindo-se ao capital de posse de residentes que ficou detido no país como resultado das políticas de controle de fluxos de capital.

próximas de 3 bilhões de euros, equivalente a 26% do PIB – já estavam quase totalmente comprometidas.

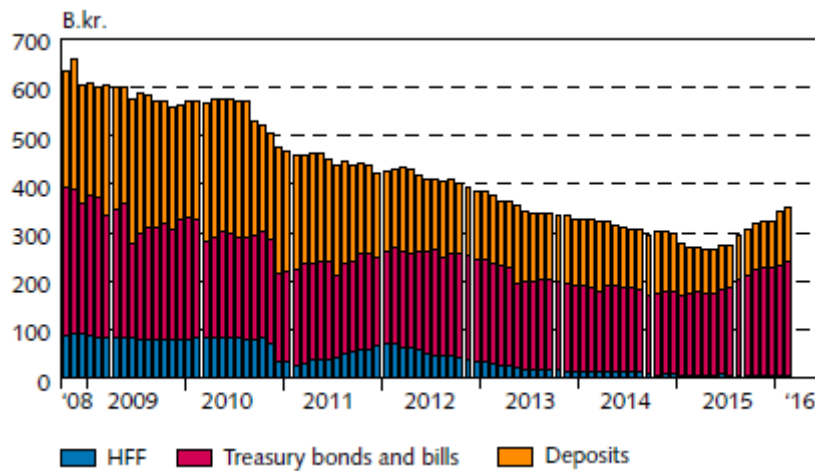
A primeira etapa do plano ainda [em 2014] está em andamento e tem sido executada, até o momento, através da liberação de *offshore krónas* por um plano de leilões, os quais ocorrem mais ou menos a cada seis semanas, onde o BCI combina investidores, por exemplo, junta aqueles querendo vender euros com aqueles querendo vender *krónas*. (BALDURSSON; PORTES, 2014, p. 42-43, tradução própria).

Essa etapa, entretanto, vem se desenvolvendo vagarosamente, de forma que, em 2014, ainda 19% do PIB (2,1 bilhões de euros) de *offshore krónas* permanecia no país. Isso porque, mesmo com a taxa de câmbio dos leilões sendo significativamente menor do que a oficial, os investidores domésticos em posse de moeda estrangeira – especialmente fundos de pensões – têm se mostrado relutantes em reduzir seus depósitos em moeda estrangeira em favor de ativos islandeses. Inversamente, investidores estrangeiros têm se mostrado relutantes em vender suas *krónas* a uma taxa muito mais baixa do que a oficial. (BALDURSSON; PORTES, 2014).

A figura 3 apresenta a evolução – bem como a alocação – do total de ativos de não residentes denominados em *krónas*. Comparando o total de ativos de 2008 com o total de 2016, identifica-se que o mesmo reduziu aproximadamente pela metade - passando de 650 bilhões de *krónas* para 350 bilhões. Verifica-se ainda que a redução vem sendo gradual, resultado da primeira etapa do plano do BCI de remoção dos controles exercidos sobre tal movimentação. Ainda, nota-se que a composição de tais ativos vem sofrendo modificações: o percentual de títulos do tesouro tem aumentado em relação ao de depósitos (o que reflete também no aumento do endividamento público), enquanto os ativos do *Housing Financing Funds* (HFF)¹⁴ praticamente se zeram.

¹⁴ Conforme site oficial da instituição (2016), os “Fundos de Financiamento à Habitação” (tradução literal) constituem, desde 1999, uma instituição independente do governo de concessão de empréstimos hipotecários a indivíduos, municípios, empresas e organizações para financiar a compra de imóveis e a construção.

Figura 3 – Ativos em króna de não residentes (2008-2016)

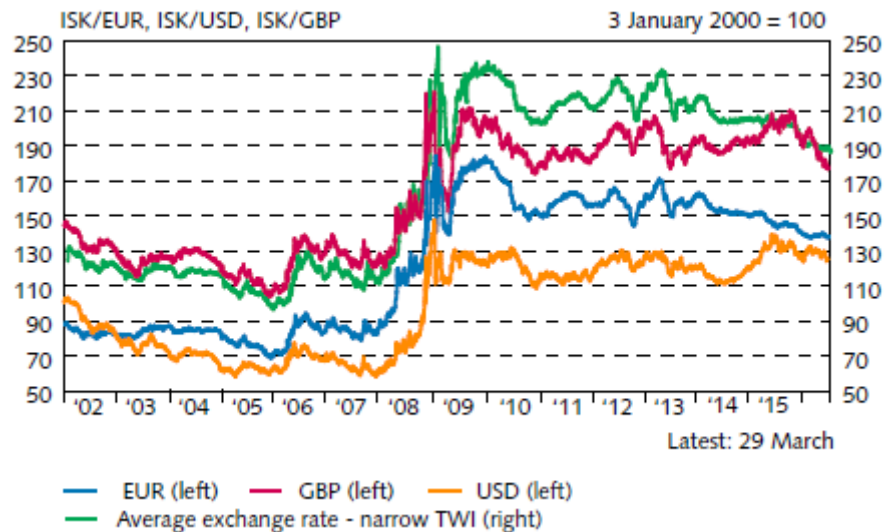


Fonte: Banco Central da Islândia, a partir de dados do Icelandic Securities Depository (2016).

Conforme comunicado emitido em 2011 pelo BCI, claramente tem-se demorado mais do que o estimado num primeiro momento para criar as condições necessárias para remover os controles de capital sem causar significativa instabilidade. E as razões para tanto são muitas, dentre elas o fato de ter-se demorado mais do que o previsto para finalizar a estruturação do balanço de pagamentos dos novos bancos criados, e também o fato das condições no mercado externo de crédito terem se apresentado bastante adversas desde que o plano fora posto em prática.

Finalmente, analisando-se a evolução da taxa de câmbio da *króna* em relação às principais moedas internacionais, verifica-se que – sendo o principal objetivo das políticas de controle de capitais a estabilização do câmbio - a medida obteve sucesso. A figura 4 apresenta a taxa de câmbio entre a *króna* e o euro, o dólar e a libra esterlina entre 2002 e 2015. Entre 2007 e 2009, verifica-se uma desvalorização brusca da moeda, em função do contexto de grande instabilidade observado no período. A partir de então, embora permanecesse em patamares bastante superiores aos do período anterior à crise, nota-se uma estabilização das taxas. Levando-se ainda em conta que, durante o mesmo período, o nível de preços passou a apresentar tendência à queda, verifica-se inclusive uma valorização real do câmbio.

Figura 4 – Taxa de câmbio entre *króna* e principais moedas (2002-2016)



Fonte: Banco Central da Islândia (2016).

Além de atingir o objetivo de estabilização do câmbio, após a intensa recessão de 2008 a 2010, conforme Baldursson e Portes (2013), a economia islandesa em 2013 surpreendentemente já voltaria a apresentar um crescimento estável, de 2% do PIB ao ano, e inflação e desemprego a taxas baixas (4% e 5,5%, respectivamente). Entretanto, ainda permaneceriam desafios, como ter de lidar com a dívida pública (correspondente a 110% do PIB em 2013), das famílias e das empresas, frente a um mercado externo bastante fechado às suas iniciativas.

Mesmo neste cenário de recuperação, entretanto, o controle de capitais permaneceria vigente.

O marco normativo atual [em 2012] permite a saída de divisas somente quando se relacionam à conta corrente, ou seja, por importações e pagamento de interesses derivados de obrigações contraídas com residentes estrangeiros. Os investores residentes na Islândia não podem comprar divisas para investir fora do país. Por sua vez, os investores não residentes com ativos nominados em *krónas* não podem se desfazer suas posições e repatriar os benefícios obtidos: devem manter o capital que tenham na Islândia dentro do país, seja em forma de depósitos ou invertendo-os em novos ativos em moeda local. A regulação sobre os fluxos foi numerosas vezes retocada para fechar algumas vias utilizadas pelos investores para contornar as restrições. (AGUIRRE; ALONSO, 2012, p. 58, tradução própria).

Cabe destacar, por outro lado, quanto à possibilidade de remoção dos controles, que

Os riscos advindos da suspensão das restrições são múltiplos. Além da fuga de capitais e a consequente depreciação da moeda, existe um risco elevado de que caia de forma significativa a demanda de títulos da dívida do tesouro, com o que se encareceria o financiamento da dívida pública. O BCI afirma que existe uma clara ameaça nesse sentido caso a suspensão se dê antes que a confiança dos investores na Islândia, tanto residentes como

estrangeiros, esteja completamente restaurada. (AGUIRRE; ALONSO, 2012, p. 59, tradução própria).

Complementado a análise dos riscos, Baldursson e Portes (2013), focando na dificuldade de suspender os controles em função do risco da saída em massa das *offshore krónas*, ainda consideram que, depois de anos sob o controle do governo, é provável que os investidores nacionais também queiram diversificar seus *holdings* fora do país quando for suspensa a política. Por isso, “uma suspensão desordenada dos controles poderia desencadear uma saída ainda maior de capital com expectativas autorrealizáveis de depreciação da *króna* e de desestabilização do sistema bancário.” (BALDURSSON; PORTES, 2013, p. 51, tradução própria). Os autores ainda afirmam que é importante para a prosperidade econômica futura do país atingir a meta de suspender os controles. Entretanto, isso deve ser feito gradualmente, sem causar danos à estabilidade financeira e à solvência nacional, dado que “mesmo que os controles sejam danosos, os ganhos de suspendê-los devem ser bem menores do que o custo associado à potencial crise cambial decorrente da liberalização prematura dos fluxos de capital.” (BALDURSSON; PORTES, 2013, p. 53, tradução própria). O pequeno tamanho da economia islandesa, ainda apontam AGUIRRE e ALONSO (2012), provavelmente tenha facilitado a manutenção de uma regulação sobre os fluxos de capitais que não supõe de fato uma moléstia excessiva para os movimentos financeiros globais.

4.3 Alternativas e expectativas econômicas

Mesmo tendo logrado defender os principais interesses do movimento popular que a colocou no poder, aponta Hart-Landsberg (2013), a *Social Democratic Alliance* viria a perder as eleições de 2013. Um dos fatores centrais para tanto teria sido o apoio dado pelo governo ao ingresso do país na zona do Euro, o que não apenas significaria a suspensão dos controles de capital como o abandono da sua soberania monetária.

Com a eclosão da crise e a cessão da administração de Haarde, a coalizão *Social Democrat/Left-Green* seria eleita em 2009, prometendo, entre outros, a formulação um novo projeto de pedido de adesão à União Europeia (UE). O racional dado pela coalizão para o pedido era de que a UE oferecia um “porto seguro” para a Islândia de suas dificuldades econômicas imediatas e uma estratégia para sair da crise econômica global, ao prover a economia nacional da tão necessitada

estabilidade fiscal e monetária. Enquanto a desintegração dos mercados financeiros e a dissolução do sistema bancário nacional dominavam as manchetes em 2008, o fator que instigava a coalizão a investir no projeto da União Europeia era a possibilidade de colapso total da *króna*, o qual constituiria um grande choque à pequena economia da ilha baseada em fortes relações de comércio internacional. (CLARK; JONES, 2012).

Em especial, devido à crise cambial que se instalou, verificou-se um considerável aumento daqueles querendo ingressar na União Europeia. E a razão para tanto é bastante óbvia, sugerem os autores: quando as pessoas veem sua moeda em colapso, elas buscam um abrigo, elas querem ajuda, e a coalizão apresentava a ideia de que a UE oferecia um “porto seguro”. Nesse sentido, eles argumentam que

O teor dessas respostas sugere que a nova abordagem “pró-UE” foi elaborada pela coalizão para reparar tanto o Estado quanto o colapso financeiro e, em particular, o colapso na confiança pública e legitimidade, ao invocar “forças além do Estado” com árbitros e mediadores justos do que o Estado islandês deveria prover aos cidadãos. Em suma, a coalizão estava usando a UE não apenas para garantir a recuperação da economia, mas também como uma estratégia de sobrevivência do [próprio] Estado islandês. (CLARK; JONES, 2012, p. 68, tradução própria).

Anteriormente a 2010, os principais argumentos contra a adesão do país à UE eram de que a Islândia teria de sacrificar sua recém adquirida soberania à Europa; e, especificamente, renunciar aos seus controles sobre seus abundantes recursos naturais, especialmente a pesca (CLARK; JONES, 2012). Além disso, os céticos defendem que o ingresso comprometeria a flexibilidade e a adaptabilidade das políticas em nível nacional. Por outro lado, os defensores da adesão argumentam que, por figurar há um longo tempo como “receptor” das políticas da UE – através do EEE – o ingresso da Islândia lhe ofereceria “um lugar na mesa de tomada de decisões da UE”, e uma maior estabilidade cambial para a economia - enquanto a crise do Euro se aprofundava, todavia, este último argumento tomava cada vez mais um tom de longo prazo.

O conflito com os governos inglês e holandês acerca da falência do *Icesave* traria novas narrativas à tona. Os céticos da UE alegavam que esta estava abraçando os dois governos ao pressionar a Islândia a liquidar suas dívidas. Paralelamente, as dificuldades enfrentadas pelos gregos e irlandeses eram usadas para ilustrar o desgaste do Euro, indo de encontro aos argumentos que defendiam sua estabilidade. De outro lado, as elites da coalizão seriam forçadas a aperfeiçoar seus argumentos:

[O Euro] está com dificuldades, é verdade: mas que conclusões podemos tirar disso? Tiramos a conclusão de que todos os Estados membros voltarão às suas moedas nacionais, isso é uma opção? Ou os países tentarão fortalecer a cooperação do euro para que a bagunça que se deu na Grécia ou em qualquer outro lugar não se repita? Não conheço nenhum Estado membro que queira voltar a ter sua própria moeda. (CLARK; JONES, 2012, p. 69, tradução própria).

Em relação à disputa do *Icesave*, finalmente, em outubro de 2009, sob pressão da Comunidade Europeia, o governo islandês apresentou ao Parlamento termos de um acordo de renegociação através do qual se comprometia a pagar os governos em 5,5 bilhões de euros (aproximadamente 50% do PIB islandês) num período de oito anos, de 2016 a 2023. O parlamento relutantemente aprovou o acordo em dezembro, mas o presidente Islandês anunciou que não assinaria sem um referendo nacional. Em março de 2010, os eleitores rejeitaram o acordo com 93% dos mesmos votando em oposição. Um novo acordo foi negociado, o qual estendia o período de pagamento e reduzia as taxas de juros. Um novo referendo então foi feito em abril de 2011; desta vez, 66% dos eleitores disseram que não. (HART-LANDSBERG, 2013, p. 36, tradução própria).

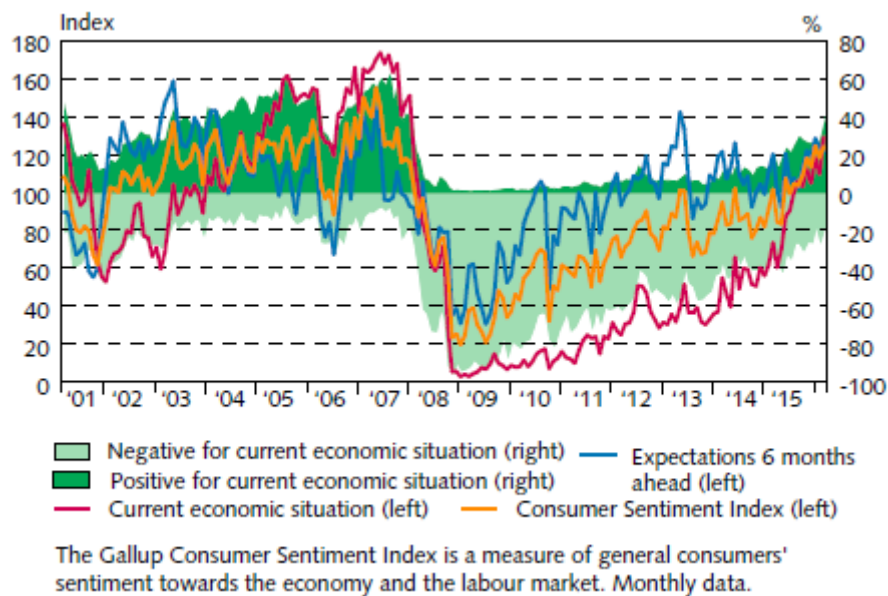
Após esta segunda votação, a Autoridade Supervisora da EFTA processou a Islândia na Corte da Associação. Conforme aponta Hart-Landsberg (2013), o caso foi finalmente resolvido apenas em janeiro de 2013. A Corte, surpreendendo a muitos, anunciou que a Islândia não tinha obrigação de ressarcir os dois governos uma vez que as regulações de seguros de depósitos internacionais não se aplicavam a um contexto de ‘uma quebra bancária sistemática da magnitude verificada na Islândia’. De qualquer forma, até o ano da decisão a Islândia já teria pago mais de 90% do mínimo de garantias de depósitos requerido pelo EEE, a partir do capital obtido pela venda dos ativos do *Landsbanki*.

A resolução do caso *Icesave* – apaziguando as relações externas da Islândia com a Europa, a retomada do crescimento econômico e a estabilização dos níveis de preços e do câmbio podem ser notadas a partir do seu reflexo sobre as impressões e expectativas dos agentes econômicos acerca da situação do país. A figura 5 – trazendo informações apuradas pelo Instituto Gallup¹⁵ divulgadas pelo BCI – apresenta a evolução do sentimento dos consumidores de 2001 a 2015. Tal evolução pode ser analisada a partir das oscilações do Índice de Sentimento do Consumidor, apurado pelo Gallup a partir da impressão dos consumidores acerca da situação atual

¹⁵ Instituto de pesquisa de opinião fundado nos EUA em 1935.

da economia (*current economic situation*, na figura) e das suas expectativas (*expectations 6 months ahead*, na figura). Nota-se que a tendência de aumento do índice é rapidamente revertida entre 2007 e 2008, refletindo a desconfiança dos consumidores frente a situação delicada em que a economia se encontrava. A partir de 2009, ano em que o índice apresentava seu menor valor, a tendência voltou a ser de alta, de forma que já a partir de 2015, as expectativas e as impressões dos consumidores já se equipavam aos níveis observados no período de *boom* econômico (pré-crise).

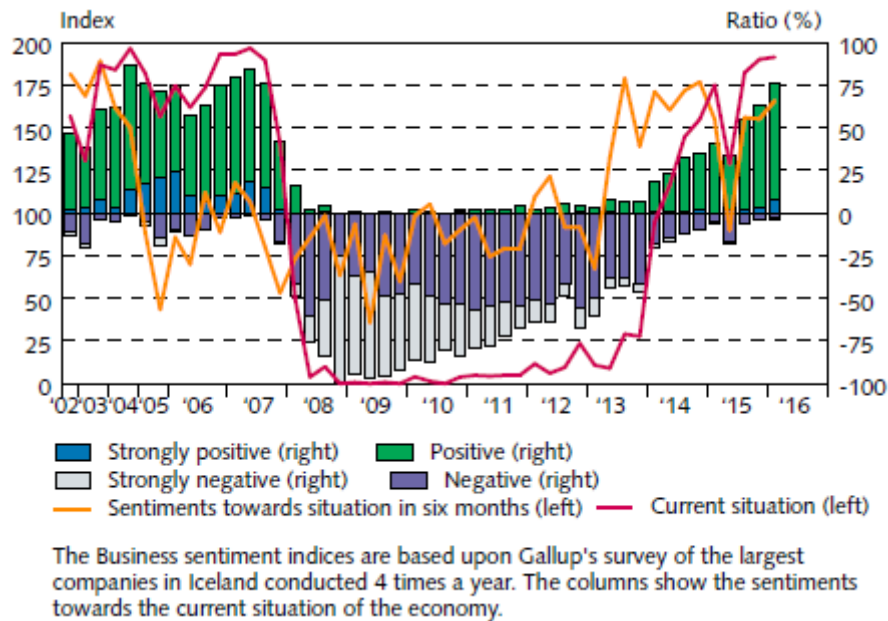
Figura 5 - Sentimento dos consumidores islandeses (2001-2015)



Fonte: Banco Central da Islândia, a partir de dados do Instituto Gallup (2016).

De forma semelhante, a figura 6 apresenta a evolução das impressões das empresas acerca do cenário econômico islandês e das suas expectativas. Tal evolução é bastante semelhante à dos consumidores: as impressões da situação econômica se deterioraram intensamente no período de eclosão da crise entre 2007 e 2008 – enquanto as expectativas já vinham decaindo aos poucos – para voltar a partir de 2015 aos patamares alcançados no período pré-crise.

Figura 6 – Expectativa e perspectiva empresarial sobre a situação econômica islandesa (2002-2016)



Fonte: Banco Central da Islândia, a partir de dados do Instituto Gallup (2016).

Por fim, cabe frisar que, para entender a evolução da economia islandesa desde 2008, é relevante analisar a ação do governo, mas deve-se considerar também a importância do contexto específico islandês para compreender a realidade observada.

As condições da Islândia são muito particulares, pelo tamanho de sua economia, por sua escassa população, por sua situação com respeito à Europa, pelo fato de ter uma moeda própria ou porque recebera um apoio muito importante do FMI. É impossível discernir a cota exata de responsabilidade desses elementos no contexto sucedido no país, mas parece aconselhável uma grande prudência na hora de estabelecer comparações, analogias ou de propor a aplicação das mesmas medidas em outros casos. (AGUIRRE; ALONSO, 2012, p. 40, tradução própria).

Ao analisar o cenário montado após a eclosão da crise islandesa, o presente capítulo buscou apresentar as principais etapas pela qual passou o país até lograr inverter sua trajetória de queda. Buscou-se focar, em primeiro lugar, na antecipação das eleições, que resultaram na ascensão ao poder de uma coalizão de posicionamento – e, por tanto, de prioridades – distintos da anterior. Segundo, na presença do FMI nesse contexto, cujo papel se fez mister para a reestabilização da economia islandesa ao provê-la de liquidez. Em terceiro lugar, nas políticas de controle de capitais adotadas pós-crise com o objetivo de estabilizar o câmbio e, assim, conter a disparada do nível de endividamento das famílias e empresas, bem

como do nível de preços. E, por fim, no desenrolar do caso *Icesave*, cuja resolução viria a pacificar as relações externas do país.

5 CONCLUSÃO

O principal objetivo estabelecido para o trabalho foi identificar as principais fragilidades do sistema bancário islandês, as quais o tornaram tão vulnerável às oscilações internacionais, bem como apontar os principais fatores responsáveis pela posterior reestabilização da economia. Para atender-lo, os capítulos prévios buscaram cumprir os três objetivos específicos determinados. O primeiro deles era averiguar o impacto do ingresso da Islândia no Espaço Econômico Europeu (EEE) sobre sua economia – abordando seu papel condicionante tanto do *boom* econômico islandês quanto da fragilização do seu sistema financeiro. O segundo era analisar o episódio da crise mundial – e especificamente islandesa de 2008 – sob a luz da teoria de Minsky, verificando a acurácia com que seu modelo logra descrever o evento em tela. E o terceiro era investigar o papel determinante desempenhado pelo controle de capitais exercido pelo governo pós-crise na reestabilização da economia.

Ao analisar a evolução da economia islandesa a partir de 1994 – quando do ingresso do país no mercado comum europeu – nota-se que as políticas de privatizações postas em prática, as quais abrangiam o setor bancário, bem como a abertura dos mercados aos países pertencentes ao Espaço Econômico Europeu, possibilitaram uma acelerada expansão da economia nos anos 2000 – especialmente alavancada pelo setor bancário – com a presença cada vez mais marcante do capital especulativo nacional e estrangeiro usufruindo do grande diferencial das taxas de juros islandesa e internacional. Ao se analisar os principais condicionantes da fragilização econômica da Islândia, soma-se ao aumento da especulação no país, decorrente da abertura dos mercados, o papel do Estado como fraco regulador e supervisor da atividade bancária, de forma que a expansão desse setor se desse para muito além do alcance das intervenções das autoridades (resultando, por exemplo, na ausência de um prestador de última instância no caso de falência dos bancos, que foi precisamente o que viria a acontecer em 2008).

O cenário de *boom* econômico num ambiente de alta liberalização e pouca regulação do Estado, seguido de um colapso do setor bancário com efeito dominó sobre o restante dos setores, trouxe à tona discussões teóricas acerca dos fatores condicionantes das crises financeiras. No presente trabalho, procurou-se demonstrar tal evolução como um ciclo econômico proposto por Minsky. Sua teoria sugere que a instabilidade é inerente às economias de mercado, sendo as crises condicionadas

endogenamente pelo próprio funcionamento do sistema. Segundo a teoria, períodos de prosperidade estimulariam os agentes a assumir cada vez mais riscos, de forma que seu endividamento fosse crescente, até que um momento Minsky (correspondente a uma reversão de expectativas) desencadeasse uma crise. De maneira geral, o trabalho destacou que os aspectos teóricos trazidos suportam a realidade analisada, em especial no que se refere a dois aspectos. O primeiro deles refere-se a uma situação de expressiva expansão econômica condicionando o colapso, na medida em que estimula a tomada de posições cada vez mais arriscadas dos agentes, especialmente no que se refere às dívidas assumidas, as quais se tornariam, no caso islandês, muito vulneráveis às oscilações cambiais por serem, em grande parte, denominadas em moedas estrangeiras. O segundo aspecto refere-se à excessiva liberalização da economia: num contexto de livre movimentação de capitais, amplo e fácil acesso ao crédito e fraca regulação por parte do Estado, as posições dos agentes, que se tornavam cada vez mais arriscadas, ainda tornar-se-iam cada vez mais de difícil controle.

No que tange à atuação do setor público frente ao cenário caótico que se montava, buscou-se destacar que suas estratégias de ação divergiam daquelas tidas como usuais. As políticas de controle de capitais adotadas pós-crise pelo governo se mostraram determinantes para a estabilização do câmbio, na medida em que evitaram a massiva fuga de capitais do país – tanto de posse de estrangeiros quanto de nativos. Uma vez que grande parte do endividamento dos agentes dependia diretamente das variações do câmbio – por serem empréstimos atrelados a moedas estrangeiras – considera-se a estabilização da *króna*, e, logo, o controle de capitais que a possibilitou, um fator determinante para a reestabilização econômica. Ainda, cabe destacar nesse aspecto a ajuda do FMI como mister para a recuperação econômica ao provê-la de liquidez imediata, bem como a influência exercida pelos cidadãos islandeses sobre o desenrolar da história, não só provocando a antecipação das eleições para trazer ao poder líderes que consideravam mais competentes para lidar com a situação, como seu posicionamento contra os reembolsos do *Icesave*, os quais teriam, no período imediato pós-crise, aprofundado o endividamento público da Islândia.

REFERÊNCIAS

AGUIRRE, Pablo; ALONSO, Nuria. Islandia: regulación financiera y abaratamiento de la deuda pública tras el colapso bancario de 2008. **Revista de Economía Mundial**, [s. l.], v. 34, n. 1, p.47-74, [jan?]. 2013. Disponível em: <<http://www.sem-wes.org/es/node/508>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p.27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2015.

BALDURSSON, Fridrik; PORTES, Richard. Capital controls and the resolution of failed cross-border banks: the case of Iceland. **Capital Markets Law Journal**, [s.l.], v. 9, n. 1, p.40-54, 6 dez. 2013. Disponível em: <<http://cmlj-oxfordjournals-org.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/9/1/40.full.pdf+html>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

BANCO CENTRAL DA ISLÂNDIA. **Capital account liberalisation strategy**. 25 mar. 2011. Disponível em: <<http://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8673>>. Acesso em: 6 nov. 2016.

_____. **Capital Control Liberalisation**. 5 ago. 2009. Disponível em: <<http://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7215>>. Acesso em: 6 nov. 2016.

_____. **Economic Indicators**. abr. 2009. Disponível em: <http://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Economic-Indicators/EI-2009/EI_April09.pdf>. Acesso em: 19 out. 2016.

_____. **Economic Indicators**. mar. 2016. Disponível em: <http://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Economic-Indicators/EI-2016/EI_March%202016.pdf>. Acesso em: 16 maio 2016.

_____. **Official exchange rate**. 2016. Disponível em: <<http://www.cb.is/statistics/official-exchange-rate/>>. Acesso em: 29 out. 2016.

_____. **Statement on capital controls**. 3 nov. 2010. Disponível em: <<http://www.cb.is/library/Skraarsafn---EN/Capital-control-liberalisation/Statemment%20on%20capital%20controls.pdf>>. Acesso em: 6 nov. 2016.

BENEDIKTSDOTTIR, Sigridur; DANIELSSON, Jon; ZOEGA, Gylfi. Lessons from a collapse of a financial system. **Economic Policy**, [s.l.], v. 26, n. 66, p.183-235, abr. 2011. Disponível em: <<https://www.tcd.ie/Economics/assets/pdf/version-20-ben-dan-zoega-revised.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2016.

CARVALHO, André Cutrim; CARVALHO, David Ferreira. Crise Financeira, Recessão e Risco de Depressão no Capitalismo Globalizado do Século XXI. In: V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2012, São Paulo. **Anais do V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. São Paulo: ABK/PUC, 2012. v. 1. p. 20-45. Disponível em: <<http://www.ppgeconomia.ufpa.br/documentos/Depress%C3%A3oltamarati.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2016.

CLARK, Julian; JONES, Alun. After ‘the collapse’: Strategic selectivity, Icelandic state elites and the management of European Union accession. **Political Geography**. [s.l.], p. 64-72. [jan?]. 2012. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0962629811001600>>. Acesso em: 15 fev. 2016.

CORAZZA, Gentil; KREMER, Rodrigo. Friedman e o monetarismo: A velha teoria quantitativa da moeda e a moderna escola monetarista. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 40, n. 3, p.65-87, set. 2003. Disponível em: <<http://www.seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/viewFile/10731/6341>>. Acesso em: 08 nov. 2016.

DYMSKI, G.; POLLIN, R. **Hyman minsky as hedgehog: the power of the Wall Street paradifm**. In: FAZZARI, S.; PAPADIMITRIOU, D. (Ed.). *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*. Nova York: M. F. Sharpe, 1992.

EFTA. **EEA Agreement**. Disponível em: <<http://www.efta.int/eea/eea-agreement>>. Acesso em: 19 out. 2016.

EFTA. **The European Free Trade Association**. Disponível em: <<http://www.efta.int/about-efta/european-free-trade-association>>. Acesso em: 19 out. 2016.

FERREIRA, Alex Luiz; MOORE, Michael John. Carry trade e risco cambial: um conto de dois fatores. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 69, n. 4, p.429-449, out. 2015. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbe/v69n4/0034-7140-rbe-69-04-0429.pdf>>. Acesso em: 19 out. 2016.

FERREIRA, Tiago Toledo; PENIN, Guilherme. A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky. **Informações Fipe**, [s.l.], v. 325, n. 2, p.27-31, out. 2007. Mensal. Disponível em: <http://downloads.fipe.org.br/content/downloads/publicacoes/bif/2007/10_bif325.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2016.

HALLGRIMSDOTTIR, Helga Hristín; BRUNET-JAILLY, Emmanuel. Contentious politics, grassroots mobilization and the Icesave dispute: Why Iceland did not “play nicely”. **Acta Sociologia**, [s.l.], v. 58, n. 1, p.79-93, 2014. Disponível em: <<http://asj.sagepub.com.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/58/1/79.full.pdf+html>>. Acesso em: 28 ago. 2015

HART-LANDSBERG, Martin. Lessons from Iceland: capitalism, crisis, and resistance. **Monthly Review**, [s.l.], v. 65, n. 5, p. 26-44, out. 2013. Disponível em: <<http://web.a.ebscohost.com.ez45.periodicos.capes.gov.br/ehost/detail/detail?sid=ea c28913-87f3-4092-aa59-5f6217b7f476%40sessionmgr4005&crhashurl=login.aspx%253fdirect%253dtrue%2526scope%253dsite%2526db%253dafh%2526AN%253d90307743%2526msid%253d603985925&hid=4114&vid=0&bdata=Jmxhbm9cHQtYnlmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=90307743&db=afh>>. Acesso em: 28 ago. 2015

HFF. **Housing Financing Fund**. Disponível em: <<http://www.ils.is/hff/>>. Acesso em: 08 nov. 2016.

HILMARSSON, Hilmar. Small states and big banks – the case of Iceland. **Baltic Journal of Economics**, [s.l.], v. 13, n. 1, p.31-48, 2013. Disponível em: <<http://www.ceeol.com/asp/issuedetails.aspx?issueid=5735cf0b-164a-46ad-8b92-53b25fe690c5&articleid=5321a430-f521-4628-b6bb-cf1c68c92a05>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

LIMA, Diego Teixeira; MATHIAS, João Felipe. Uma interpretação da crise subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky. In: II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Porto Alegre, 2009. **Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Porto Alegre: 2009. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/59.pdf>>. Acesso em: 3 abr. 2016.

LOFTSDÓTTIR, Kristín. Iceland, rejected by McDonald's: desire and anxieties in a global crisis. **Social Anthropology**, [s.l.], v. 22, n. 3, p.340-353, ago. 2014. Wiley-Blackwell. DOI: 10.1111/1469-8676.12079. Disponível em: <<http://onlinelibrary-wiley-com.ez45.periodicos.capes.gov.br/doi/10.1111/1469-8676.12079/abstract>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

MCDONALD, Terry. Adrift: Iceland, the crisis of 2008, and the challenge of reintegration into the global economy. **European Scientific Journal**. [s. l.], p. 70-77. fev. 2015. Disponível em: <<http://eujournal.org/index.php/esj/article/view/5072>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

MINSKY, Hyman Philip. **Stabilizing an unstable economy**. Nova Iorque: Mcgraw-hill Professional, 1986. p. 395.

_____. **The financial instability hypothesis**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, maio 1992. (Working Paper No. 74). Disponível em: <<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2015.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, [s. l.], v. 8, n. 1, p.100-123, jan./mar. 1988. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/29-7.pdf>>. Acesso em: 11 set. 2015.

NAÇÕES UNIDAS. **Exclusive Economic Zone**. Disponível em: <http://www.un.org/depts/los/convention_agreements/texts/unclos/part5.htm>. Acesso em: 19 out. 2016.

SIGURJONSSON, Throstur Olaf; MIXA, Mar Wolfgang. Learning from the “worst behaved”: Iceland's financial crisis and the Nordic comparison. **Thunderbird International Business Review**, [s.l.], v. 53, n. 2, p.209-223, 17 fev. 2011. Wiley-Blackwell. DOI: 10.1002/tie.20402. Disponível em: <<http://onlinelibrary-wiley-com.ez45.periodicos.capes.gov.br/doi/10.1002/tie.20402/abstract>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

SUMMA, Ricardo de Figueiredo. Um Modelo Dinâmico de Fragilidade Financeira para Economia Aberta. In: VIII Encontro Regional de Economia ANPEC-SUL, 2005, Porto Alegre. **VIII Encontro Regional de Economia ANPEC-SUL**. Porto Alegre: 2005. v. VIII. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/anpecsul2005/artigos/area2-04.pdf>>. Acesso em: 18 fev. 2016

TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, F; CONCEIÇÃO, Octavio Augusto. A Hipótese de Fragilidade Financeira aplicada ao Setor Público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007. In: XIV Encontro Nacional de Economia Política, 2009, São Paulo. **XIV Encontro Nacional de Economia Política**. São Paulo: 2009. Disponível em: <http://www8.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2009_02.pdf>. Acesso em: 19 fev.2016.

WADE, Robert H; SIGURGEIRSDOTTIR, Silla. Iceland's rise, fall, stabilisation and beyond. **Cambridge Journal of Economics**, [s.l.], v. 36, n. 1, p.127-144, 1 jan. 2012. Disponível em: <<http://cje-oxfordjournals-org.ez45.periodicos.capes.gov.br/content/36/1/127.full.pdf+html>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

WHALEN, Charles J. **The U.S.credit crunch of 2007: a Minsky moment**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2007. (Public Policy Brief No. 92). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_92.pdf>. Acesso em: 8 out. 2015.