UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Martin Nydegger

A Crise Financeira de 2008 e a relação entre Estados e Mercados: o caso da Islândia

Campinas

2013

Martin Nydegger

A Crise Financeira de 2008 e a relação entre Estados e Mercados: o caso da Islândia

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Profa. Dra. Maryse Farhi

Campinas
2013

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, irmão, namorada e a toda minha família que, com muito carinho, paciência e apoio, me ajudaram a chegar até esta etapa de minha vida.

À Universidade Estadual de Campinas e ao Instituto de Economia da Unicamp, cujo excepcional quadro de professores possibilitou minha formação nas bases necessárias para desenvolver esta monografia.

À professora Dra. Maryse Farhi, cuja paciência e incentivo na orientação foram absolutamente fundamentais para a conclusão deste trabalho.

Campinas
2013

NYDEGGER, Martin. 2013. 53 folhas.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

RESUMO

O presente trabalho tem como ponto central os desdobramentos da crise financeira sistêmica iniciada em 2008, nos Estados Unidos. Propõe-se um estudo sobre as diferenças da reação do Estado islandês em relação à reação do Estado do Reino Unido e Irlanda; esse últimos, em maior ou menor grau, ofereceram ajuda estatal em forma de recursos financeiros e operações de swap de ativos podres por títulos de dívida pública, ao passo que a Islândia optou por permitir a falência dos principais bancos atingidos pela crise. O objetivo não é apenas avaliar em termos de resultados econômicos os impactos da decisão islandesa, mas, sim, de observar sob a ótica da liberalização financeira e livre mobilidade de capitais o possível nascimento de um novo paradigma nas relações Estado-Mercado e sob quais novas bases o sistema financeiro dos países deve funcionar para evitar novos choques sistêmicos, cujos danos socioeconômicos contaminam todo sistema econômico, não se restringindo apenas aos mercados financeiros.

Palavras-chave: Islândia, Crise Financeira de 2008, Relações Estado Mercado

ABSTRACT

This paper is focused on the consequences of the systemic financial crisis started in 2008, in the United States. It proposes a study on the differences of reaction of the Icelandic State in relation to the reaction of the states of the UK and Ireland, those two which, to a greater or lesser degree, offered state aid in the form of financial bailout and swap operations between toxic assets and government bonds, while Iceland has chosen to allow the bankruptcy of its major banks hit by the crisis. The goal is not only to evaluate economic outcomes in terms of the impacts of the Icelandic decision, but rather to observe from the perspective of financial liberalization and free capital mobility the possible birth of a new paradigm in relations between Market and State and under which new bases the financial system of the countries should work to prevent further systemic shocks, whose socioeconomic injuries contaminate the whole economic system, not only the financial markets.

Keywords: Iceland, 2008 Financial Crisis, Markets and States Relations

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Tamanho do sistema bancário da Islândia.....23

Tabela 2 – Déficit fiscal da Irlanda (Total e % PIB).....38

Tabela 3 – Composição do PIB (%).....47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Crédito Privado na Irlanda em % do PIB, 1983 - 2008.....29

Gráfico 2 - Evolução do crescimento do PIB (%) dos países estudados[1].....36

Gráfico 3 - Balanço Fiscal no Reino Unido, Irlanda e Islândia (% PIB).....40

Gráfico 4 - Taxa de desemprego na Irlanda, Reino Unido e Irlanda (%).....41

Gráfico 5 - Taxas de Juros dos depósitos bancários (%).....47

Gráfico 6 - Inflação (Índice de Preços ao Consumidor) (%).....48

Gráfico 7 - Evolução da Taxa de Câmbio – Moeda Local/US$.....48

SUMÁRIO

1. **Introdução**.....08

2. **Capítulo 1 -** Instabilidade e crise nos países investigados: introdução e perspectiva teórica.....13

3. **Capítulo 2 -** Pré-crise: a criação da bolha de ativos.....20

   2.1 – Islândia.....20

   2.2 – Irlanda.....26

   2.3 – Reino Unido.....32

4. **Capítulo 3 -** As ações dos governos, seus impactos socioeconômicos e a via da Islândia.....36

5. **Capítulo 4 -** O cenário que se desenha para os três países e o temor do retorno ao "business as usual".....42

6. **Anexos**.....47

   6.1 – Dados macroeconômicos selecionados dos países estudados (Reino Unido, Islândia e Irlanda).....47

7. **Referências**.....49

INTRODUÇÃO

A presente crise financeira, iniciada em meados de 2007 nos Estados Unidos, difere bastante de todas as outras crises observadas no sistema capitalista após a Segunda Guerra Mundial. Ao contrário da maior parte dos outros choques já ocorridos em nível mundial nas últimas décadas, a crise atual tem potencial para alterar de maneira significativa aspectos sociais, econômicos e políticos. É certo que ainda é prematuro descrever precisamente todo o cenário que se formará ao seu fim, mas é possível desde o presente momento vislumbrar questionamentos sobre os alicerces em que se apoia o consenso neoliberal, com sua inerente financeirização e liberdade quase irrestrita de movimentação de capitais.

Há um consenso entre a maior parte dos economistas – exceto, talvez, dos marxistas – acerca da capacidade teoricamente infinita do sistema capitalista de se moldar, reestruturar e se adaptar às mais diversas conjunturas, independente da gravidade da crise a ser superada. Ao longo da história da economia capitalista houve diversas crises e durante esses episódios sempre surgiram teorias prevendo o "fim do sistema", todas elas desmentidas pela própria realidade até o momento. O sistema capitalista, mesmo com suas contradições e incoerências, sempre se reestabeleceu plenamente após os choques quer através da destruição natural de ativos reais, quer através do socorro econômico provido pelo Estado ou por entidades transnacionais. A crise atual, que tem sido comparada frequentemente à crise de 1929 nos Estados Unidos, não foge a essa característica, e muito embora seu fim ainda não possa ser claramente vislumbrado, não se chegou sequer perto de uma mudança no sistema de produção.

Dessa maneira, tendo em vista essa característica aparentemente imutável do sistema capitalista, o padrão de socorro público a alguns agentes – em particular aos que pertencem ao sistema financeiro – e a intervenção econômica que a quase totalidade dos países afetados pela crise de 2008 têm adotado, chama atenção o caso da Islândia, justamente pela ação estatal diferenciada. Nesse país, assim como em outros, tais como Reino Unido e Irlanda, passou-se por uma fase de euforia no período pré-crise onde a hipertrofia do sistema financeiro era perfeitamente aceita e inclusive incentivada pelo Estado, com a participação das famílias e instituições. Essa hipertrofia, antes celebrada, passou a ser considerada o principal problema

macroeconômico após a eclosão da crise. Nesse contexto, o país, que chegou a ter um sistema financeiro mais de seis vezes superior ao próprio Produto Interno Bruto (OLAFUR, 2011), optou recentemente, através de um processo bastante particular, por negar pagamento a investidores que participaram ativamente da criação da enorme bolha de ativos posteriormente se desmanchou no ar.

Essa reação é inédita entre as economias desenvolvidas atingidas pelo choque de 2008. Todos os demais países atingidos optaram, até o momento, por mobilizar recursos estatais com o objetivo de prestar auxilio a entidades privadas durante a crise financeira, sob a justificativa explícita de que deixar determinadas instituições irem à falência, ou não pagar determinados credores, provocaria um caos sistêmico ainda maior do que as medidas de austeridade e recessão controlada derivadas do auxílio estatal. Nesse sentido, seguiram uma via bastante similar à descrita por Minsky em seu livro Estabilizando uma Economia Instável (MINSKY, 1986), com o "novo regime de estabilidade" se caracterizando por um baixo nível de atividade econômica, sucedendo a etapa da euforia.

A simples leitura das notícias publicadas na mídia acerca da crise já demonstra que o socorro estatal a instituições privadas durante uma crise econômica não é um tratamento sem efeitos colaterais. No contexto atual, os governos, ao aplicarem um montante elevado do seu orçamento (ou comprometer as receitas futuras) para evitar perdas por parte dos agentes privados, criam aumentos da sua dívida: para que os agentes privados rapidamente desalavancassem seus balanços, os governos se endividaram de tal maneira que em alguns casos o montante atingiu proporções estratosféricas do PIB. O aumento do déficit gerado por esse endividamento repentino gerou situações extremas, como na Irlanda, onde o Estado, ao socorrer o sistema bancário num contexto em que o endividamento familiar havia atingido 190% do PIB às vésperas da crise, garantiu os depósitos e outros passivos bancários (incluindo títulos de dívida emitidos pelos bancos – garantia não estendida por outros governos) da ordem de 489 bilhões de euros – mais de duas vezes o PIB real do país em 2007 (BMI, 2013; RTE NEWS, 2008). Ainda que um cenário aonde todos os bancos do "tigre celta" vão a falência seja extremamente improvável, o fato do Estado conceder essa garantia quase surreal demonstra o pânico institucional surgido no momento em que a fase de euforia e hipertrofia financeira chegou ao fim.

Assim, a solução da crise pela via da "socialização dos prejuízos" promovida por diversos dos países afetados pela crise tem potencial para gerar desequilíbrios estruturais na sociedade, tais como, mas não se limitando a, desemprego, queda nos investimentos, falências de pequenas e médias empresas e decréscimo no padrão médio de vida. Todavia, cabe lembrar que as consequências dessa "socialização dos prejuízos" estão condicionadas a outras variáveis macroeconômicas e decisões de política monetária – por exemplo, dentre os países afetados pela crise, a Grécia (e outros países da zona do Euro) se encontra em uma situação mais delicada e instável do que países que detém integralmente o poder de arbítrio sobre a própria moeda e tinham consequentemente maior capacidade de manobra monetária: a Islândia, por exemplo, bloqueou as operações de câmbio oficiais, pelo Banco Central, uma medida extrema (JONSSON, 2012)

Dentro do contexto atual, essa enorme mobilização de recursos em prol de algumas instituições privadas tem o potencial de diminuir por vários anos a capacidade de atuação do governo como agente indutor de investimentos e garantidor da estabilidade macroeconômica, além de incentivar o que alguns economistas chamam de "risco moral", isto é, os agentes são premiados por seu comportamento de tomada excessiva de risco (UNCTAD, 2011). Resta assim um temor de que no caso do retorno ao *"business as usual",* ou seja, se não forem estabelecidas regulações nos mercados financeiros no sentido de evitar a formação de novas bolhas de ativos, criar-se-á no psicológico dos investidores a perfeita ideia de que todo o risco pertence, em última instância, ao Estado e ao conjunto da população (UNCTAD, 2011).

Diante disso, o presente trabalho busca reconhecer e fornecer uma resposta à seguinte questão: "tendo em vista os distintos padrões nas relações estado-mercado inerentes à individualidade de cada país, por que e sob quais aspectos a abordagem islandesa à crise pode ser avaliada superior em termos socioeconômicos em relação à abordagem adotada por outros países centrais afetados pela crise, mais especificamente, Irlanda e Reino Unido?" A escolha desses dois países como padrão de comparação se deveu não só ao fato de que a crise e suas consequências internas tiveram origens e desdobramentos similares – como se verá ao longo do presente trabalho – mas também devido ao fato de cada um deles ter uma moeda distinta, que é própria no caso do Reino Unido (Libra) e da Islândia (Coroa Islandesa) e pertencente a um bloco de países (caso da Irlanda, que utiliza o Euro).

A Islândia, ao tomar a decisão do não reconhecimento dos contratos firmados no auge da criação da bolha de ativos, não busca apenas a solução momentânea para o problema que se colocou, mas sim reavaliar o papel do setor financeiro na sua economia. A mera observação da ordem de grandeza que esse setor atingiu relativamente ao PIB (seis vezes), revela que a hipertrofia não foi provocada pelas necessidades de financiamento internas, mas sim por uma opção de inserção a um nível extremo no sistema financeiro global, pela via do fluxo totalmente livre de capitais. O que a Islândia busca, portanto, é redefinir esse modo de inserção do país na economia global. Esse novo modo, ao fim das reformas, não mais será através das finanças – ou, pelo menos, não em um grau tão elevado. Assim, dentro do rol dos países que permitiram a hipertrofia do setor financeiro na fase de euforia pré-crise, a Islândia, ao submeter à vontade popular a decisão de validar ou não os contratos firmados no contexto da bolha de ativos demonstrou que a "socialização dos prejuízos" não é única solução viável no combate a crise financeira. Para além disso, essa socialização talvez seja a solução que provoque maior dano social colateral – um dos aspectos a serem analisados no presente trabalho.

Nesse sentido, a análise e comparação dessas duas abordagens distintas de combate à crise trará uma melhor compreensão acerca das consequências socioeconômicas de cada alternativa. O presente trabalho, através de uma análise histórica e conjuntural do início, desdobramentos e consequências da crise dentro da abordagem individual de cada país analisado (Reino Unido, Irlanda e Islândia) se justifica no sentido de ampliar a compreensão acerca da relação Estado-mercado no âmbito das inevitáveis consequências para a estabilidade social, macroeconômica e política dos países afetados pela crise.

A partir disso, o tema a ser abordado se refere às diferenças da reação do Estado islandês em relação à reação dos Estados dos países avançados, como Estados Unidos, Reino Unido e Irlanda, que, em maior ou menor grau, ofereceram ajuda estatal em forma de recursos financeiros e operações de swap de ativos podres por títulos de dívida pública. Não se trata apenas de avaliar em termos de resultados econômicos os impactos da decisão islandesa, mas sim de observar sob a ótica da liberalização financeira e livre mobilidade de capitais o possível nascimento de um novo paradigma nas relações Estado-Mercado. Ao longo deste trabalho, serão esclarecidas as razões práticas e teóricas pelas quais a maior parte dos países afetados pela crise adotou um padrão de intervenção estatal que compreendeu basicamente classificar algumas instituições (fundos e

bancos) em "grandes demais para falir" e prestar auxílio a estas, e, a partir disso, traçar um paralelo no âmbito das motivações e consequências socioeconômicas entre essa reação dos países centrais e a reação islandesa.

O Capítulo 1 trata de uma revisão bibliográfica, em busca de uma fundamentação teórica para o estudo a ser conduzido. No Capítulo 2, aborda-se mais detalhadamente como foi a gênese da bolha de ativos que originou a crise em cada um dos países estudados. A análise segue então para o Capítulo 3, onde busca-se a comparação entre as ações para mitigar os efeitos da crise de cada um dos países estudados. O Capítulo 4 é a conclusão do trabalho.

CAPÍTULO 1 – INSTABILIDADE E CRISE NOS PAÍSES INVESTIGADOS: INTRODUÇÃO E PERSPECTIVA TEÓRICA

Os casos da Islândia e dos outros dois países utilizados como padrão de comparação neste trabalho, Reino Unido e Irlanda, constituem claramente um caso de perturbação no que o mainstream considera o sentido natural do capitalismo, qual seja, o crescimento econômico constante pela produção de riqueza sob a égide da propriedade privada, dentro da esfera do mercado. Nesses países, cada um com suas nuances específicas, ocorreram bolhas especulativas nos mercados financeiros que, ao se desmancharem, provocaram prejuízos macroeconômicos, com destruição de ativos reais, falências de empresas, desemprego, desarranjos na cadeia produtiva, dentre outras consequências socioeconômicas negativas.

Para melhor compreensão do mecanismo que levou à crise e permitiu sua expansão nos países estudados, é preciso lançar mão de uma base teórica; nesse sentido, a Hipótese da Instabilidade Financeira, doravante denominada simplesmente HIF, do autor Hyman P. Minsky (MINSKY, 1993) descreve com surpreendente fidelidade os encadeamentos que levaram a crise, a crise em si e o final que se vislumbra – a depender da continuidade integral do arranjo institucional presente hoje e que levou a crise, conforme será discutido ao longo do presente trabalho. Segundo o próprio autor,

> *"C*omo teoria econômica, a hipótese de instabilidade financeira é uma interpretação *do conteúdo da "Teoria Geral" de Keynes. Essa interpretação* posiciona a Teoria Geral no tempo histórico. Uma vez que a Teoria Geral foi escrita no início dos anos 1930, a grande contração financeira e real dos Estados Unidos e nas outras economias capitalistas da época foi parte das evidencias que a teoria buscava explicar. A hipótese de instabilidade financeira também se inspira na visão creditícia do dinheiro e das finanças de Joseph Schumpeter.*"* (MINSKY, 1993)

De acordo com a análise de Lourenço (LOURENÇO, 2006), a HIF pode ser descrita por cinco proposições essenciais. São elas:

1) Uma economia de mercado capitalista que possua um sistema bancário-financeiro sofisticado, complexo e em continua evolução ("Economia de Wall Street") alternará período de estabilidade com período de turbulências ou caos;

2) Dado que esses comportamentos são endógenos à economia capitalista, pois decorrem da busca pelo lucro, esses períodos de instabilidade e turbulência são gerados mesmo a partir de situações de aparente estabilidade sólida;
3) Os períodos turbulentos são caracterizados por perturbações diversas, tais como, mas não se limitando a inflações interativas, deflação de dívidas e estouro das chamadas "bolhas especulativas";
4) Uma vez que a turbulência se inicia, ela adquire uma dinâmica própria, autônoma, que contamina tantos setores da Economia quanto mais alto for o grau de inter-relação dos fatores produtivos reais com o sistema bancário-financeiro. No entanto, a tendência natural é a reversão desse quadro, seja através da intervenção do Estado ou organismos internacionais, seja através de propriedades auto organizacionais dos próprios mercados;
5) O novo sistema de estabilidade que surgir será, provavelmente, caracterizado num primeiro momento por um baixo nível de atividade produtiva. Porém, dada a característica dos agentes da busca do auto interesse, um novo ciclo expansivo ensejará novamente a especulação, gerando novamente um quadro propício para a ocorrência de um novo período turbulento. Assim, conforme Minsky, "novos regimes de expansões incoerentes e contrações desastrosas" se sucederiam continuamente no sistema capitalista.

Praticamente todas as crises já vivenciadas no sistema capitalista podem ser correlacionadas com precisão à HIF, e o caso da Islândia não é diferente. Esse país, cujas origens remontam à idade média, tem hoje uma área de 103.000 km², por onde se distribui uma população de cerca de 320.000 pessoas (STATISTICS ICELAND, 2012). Constitui uma das nações mais prósperas socioeconomicamente do mundo, sendo o 14º maior Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), de acordo com o ranking da ONU de 2011. (PNUD, 2012)

A despeito de ter um PIB de cerca de 13 bilhões de dólares, seu sistema financeiro tinha um tamanho, antes da crise que eclodiu em 2008, de cerca de 50 bilhões de dólares – montante esse obviamente muito acima do que seria necessário para as necessidades de financiamento domésticas (OLAFUR, 2012). Fica claro assim que o modo de inserção da Islândia na economia

global se dava pela via das finanças, o que acabou sendo a causa, posteriormente, da séria crise que se abateu sobre o país.

Se no caso da Islândia a origem da bolha especulativa foi a incapacidade dos bancos de honrarem perante os credores internacionais seus depósitos, que haviam sido anteriormente utilizados em empréstimos interbancários e financiamento interno (que atingiu a marca de 213% do PIB (THE ECONOMIST, 2008)), na Irlanda a crise financeira teve sua causa central na economia doméstica. Apelidada de "tigre celta", a Irlanda foi do "boom" econômico – com uma das maiores taxas de crescimento da zona do Euro, de cerca de 6% ao ano de 1995 a 2007 – à bancarrota em menos de três anos. No entanto, a maior parte dessa expansão pode ser atribuída ao mercado imobiliário, onde foram concedidos e avalizados por bancos e fundos empréstimos de baixa qualidade.

Assim, na Irlanda, o impacto da crise de 2008, iniciada nos Estados Unidos, levou o valor dos imóveis a cair cerca de 50% e os empréstimos de risco, notadamente crédito a construtoras e empreiteiras civis, a se acumularem nos portfólios dos principais bancos do país. Apenas para ajudar essas instituições, foram necessários recursos da ordem de 45 bilhões de euros, que deixaram um déficit de 32% do PIB em 2010 (BMI, 2013). A queda na arrecadação, nesse mesmo ano, deixou um déficit nas contas públicas de 12% do PIB, totalmente insustentável – vale lembrar que, ironicamente, no período anterior a crise, a relação dívida/PIB era de 0,35, a mais baixa da região (CSO, 2011). O governo irlandês, em 2008, garantiu todos os depósitos bancários – que perfaziam cerca de 489 bilhões de euros, ou três vezes o PIB do país (RTE NEWS, 2008). Essa garantia levou posteriormente a Irlanda a solicitar ajuda a União Europeia, pois o governo acabou incapacitado de honrar o compromisso que havia assumido de garantir a totalidade dos passivos bancários. As medidas de austeridade tomadas pelo Estado levaram a grandes levantes populares, vistos na forma de protestos estudantis em Dublin, greves e passeatas populares contra o governo, que acabou caindo no começo de 2011, quando o premiê Brian Cowen dissolveu o parlamento e convocou novas eleições.

A situação no Reino Unido também teve origem na forte expansão do crédito, em particular para sistema imobiliário e o consumo, numa economia que crescia cerca de 3% ao ano. À medida que os agentes tomavam empréstimos para financiar imóveis e hábitos de consumo, rapidamente o preço dos imóveis disparou, o que permitia aos bancos conceder ainda mais

empréstimos, dado que a contrapartida desse crédito era justamente o valor dos imóveis (TELEGRAPH, 2012). No instante em que estourou a bolha, os preços desabaram, os bancos cortaram o crédito e pararam de financiar uns aos outros, praticamente cessando o mercado interbancário. A recessão que se seguiu foi caracterizada pela situação clássica de corte de gastos do governo com diminuição de direitos sociais e redução de gastos com o estado de bem estar social, levanto a agitações e tumultos por todo o país – além de desaprovação recorde ao governo. Soma-se a isso o fato de que Londres é a maior praça financeira do mundo, o que, num sistema financeiro altamente internacionalizado, naturalmente a tornava suscetível ao "contágio".

Característica comum relativa à origem das crises nos três países citados, a financeirização desregulamentada levou exatamente aos três passos de evolução das posições financeiras descritas por Minsky na HIF. Como o autor descreve em artigo de 1993,

> *"(...) em uma economia capitalista o passado, o presente e o futuro estão ligados* não só pelas características dos bens de capital e da força de trabalho, mas também por relações financeiras. As relações financeiras mais importantes são as que conectam a criação e a propriedade dos bens de capital com a estrutura das relações financeiras e mudanças nesta estrutura. Complexidade institucional pode resultar em várias camadas de intermediação entre os verdadeiros proprietários da riqueza e as unidades que controlam e operam a riqueza das comunidades.*"* (MINSKY, 1993)

Essa complexidade institucional aplicada à estrutura produtiva e financeira leva, num primeiro momento, os investidores a se asseguram que o fluxo de caixa futuro será suficiente para cobrir todas as suas obrigações financeiras, mantendo um alto nível de cautela. Essa posição financeira foi chamada por Minsky de "Hedge", e constitui basicamente o bom uso do crédito, para fins produtivos. A bonança econômica gerada tende a levar os investidores a assumir uma posição de maior risco, dado o maior potencial de ganho futuro. Nesse esquema, os fluxos de caixa dos investidores são suficientes apenas para pagar os juros da dívida contraída, não amortizando o passivo principal, que vai sendo carregado no tempo de maneira constante – essa é a posição que Minsky chama de "Especulativa".

Por fim, com a economia já gerando elevadas taxas de retorno sobre o investimento, o prêmio pela liquidez é reduzido e a obtenção de crédito acaba ficando cada vez mais fácil e barata. O aumento de demanda por ativos menos líquidos favorece o surgimento de grandes investidores – fundos, corporações e bancos –, que através da contínua aquisição desses ativos,

inflacionam seus preços. Dessa maneira, na ausência de políticas contra cíclicas e regulamentações adequadas, a bolha se forma à medida que investidores que não possuem fluxo de caixa suficiente para pagar os juros da dívida contraída conseguem refinanciar essa dívida mediante mais empréstimos – eis o esquema que Minsky denominou "Ponzi".

A partir do momento em que o sistema financeiro – ou uma parte considerável dele – se encontra num esquema de finanças Ponzi, têm-se constituída uma situação extremamente instável: dependendo do grau de inter-relacionamento dos principais agentes do sistema financeiro, basta que em algum instante do tempo um desses agentes torne-se insolvente (em geral, pelo esgotamento da possibilidade de obter crédito) para que todos os demais reavaliem suas posições. Como essa reavaliação fatalmente se dará num sentido de busca de precaução e liquidez – anteriormente desprezadas – toda a estrutura de dívidas construída ao longo do período de bonança será reduzida a uma pequena parte de seu tamanho original, num ambiente de incerteza e recessão.

Ainda dentro da obra de Minsky, a instabilidade e tendência do capitalismo em gerar essas flutuações cíclicas, cujos efeitos sociais podem ser perversos, não significam que o único caminho é a aceitação desse mecanismo e que o mero "tratamento sintomático", como se observa nas reações à crise tomadas pelos países analisados seja a única via de ação possível. Em sua obra Estabilizando uma Economia Instável, o autor afirma que

> *"Esta instabilidade não é devido* a choques externos ou à incompetência ou ignorância dos decisores políticos. A instabilidade é devido aos processos internos do nosso tipo de economia. A dinâmica de uma economia capitalista que tem estruturas financeiras complexas, sofisticadas e em constante evolução leva ao desenvolvimento de condições propícias à incoerência - a inflações de fuga ou depressões profundas. Mas a incoerência não precisa ser plenamente aceita porque as instituições e políticas podem conter o impulso para a instabilidade. N*ós podemos, por assim dizer, estabilizar a instabilidade."* (MINSKY, 1986)

Dessa maneira, para o autor, existem quatro pilares fundamentais a serem observados na estabilização: governo grande, que tenha potencial para gastar e investir em momentos de crise; política de emprego, que deve buscar o pleno emprego através de incentivos à demanda ou programas de transferência de renda; reforma financeira, que deve visar um banco central forte e capaz de acompanhar e limitar quando necessário a evolução dos instrumentos financeiros, com vistas a evitar a formação de bolhas; e por fim, uma política industrial que busque alternativas à

concentração monopolista (MINSKY, 1986). Essas alternativas serão exploradas mais detalhadamente ao longo dos próximos capítulos.

A mesma preocupação pode ser observada no relatório do secretário geral da UNCTAD, Dr. Supachai Panitchpakdi, para a XIII reunião da UNCTAD (UNCTAD, 2011). Nesse relatório, observa-se que a crise iniciada em 2008 deve ser vista como um ponto final ao que se chama de "Globalização orientada às finanças". Diz o relatório:

> *"Eu escolhi o termo 'globalização orientada às finanças' (GOF) para* caracterizar o padrão dominante de relações econômicas internacionais durante as últimas três décadas. A intenção é transmitir a idéia de que a desregulamentação financeira, a abertura da conta de capital, e o rápido crescimento dos fluxos de capitais internacionais têm sido as principais forças que conformam a integração econômica mundial desde o colapso do sistema de Bretton Woods. Mercados e instituições financeiras tornaram-se os senhores em vez de os agentes da economia real, distorcendo o comércio e o investimento, aumentando os níveis de desigualdade, representando uma ameaça sistêmica para *a estabilidade econômica."* (UNCTAD, 2011)

O caminho para uma economia global mais estável e igualitária passa, segundo o artigo, pela instauração de uma força de colaboração transnacional no sentido de evitar os ciclos de expansão-contração gerados nos mercados financeiros, que tem graves implicações para a economia real. Mesmo anteriormente à crise de 2008, já era claro que o desenvolvimento estável e igualitário não é compatível com mercados financeiros orientados à especulação e aos programas de austeridade que invariavelmente são utilizados para conformar as perdas financeiras. Dessa maneira, estabilidade monetária e financeira são requisitos sine qua non para que o comércio e os investimentos sejam postos a serviço de um crescimento econômico inclusivo e igualitário. Uma das conclusões do autor é que

> *"O crescimento sustentável* tem uma dimensão social: crescimento rápido, mas sem compartilhamento dos ganhos entre famílias e comunidades, não é desejável nem viável. A desigualdade é um obstáculo à estabilidade econômica e política e para o crescimento sustentado. Consequentemente, a construção de um futuro mais inclusivo exige atenção tanto para a geração de empregos, proteção social e controle da inflação quanto para ganhos de produtividade, eficiência e protecção dos direitos de propriedade.*"* (UNCTAD, 2011)

Nesse sentido, pode-se afirmar previamente que o retorno ao "business as usual" – ou seja, a solução da crise pela via da socialização dos prejuízos e manutenção dos mercados financeiros desregulados, sem punição aos agentes que tomaram riscos excessivos e irresponsáveis é um enorme retrocesso no sentido de buscar uma relação entre estados e mercados orientada à estabilidade e ao crescimento igualitário e sustentado da economia.

Dessa maneira, partindo da premissa que o retorno ao "business as usual" levará, no futuro, a manutenção dos ciclos de instabilidade danosos à sociendade, podemos inferir duas hipóteses para guiar a análise a ser feita: (i) a socialização dos prejuízos dos grandes bancos e fundos, realizada através de medidas de socorro estatal a instituições privadas e medidas de austeridade derivadas desse socorro são um estímulo ao retorno ao *"business as usual",* e, consequentemente prestam um desserviço ao objetivo social e humanitário de estabilização do capitalismo; e (ii) a via da Islândia, de não reconhecer contratos firmados em meio ao auge da bolha especulativa, em contraste com as medidas de socorro e austeridade do Reino Unido e Irlanda, foi superior tanto em termos de resultados socioeconômicos quanto em termos da busca de um novo paradigma nas relações Estado-Mercado orientado a estabilidade e crescimento econômico igualitário e sustentado.

O apelo global dos órgãos transnacionais, como FMI e ONU, por um sistema de mercados e finanças mais regulamentado, estável e compatível com as reais necessidades de financiamento inerentes aos países é uma realidade factível. Ainda de maneira incipiente, observam-se não apenas medidas propostas no sentido de atingir esse objetivo de estabilização, mas também, particularmente no caso da Islândia, uma iniciativa até então inédita no sentido de evitar medidas danosas socioeconomicamente de austeridade e socialização dos prejuízos privados.

CAPÍTULO 2 – PRÉ-CRISE: A CRIAÇÃO DA BOLHA DE ATIVOS

2.1 – ISLÂNDIA

O melhor entendimento acerca dá crise na Islândia se da ao iniciarmos a análise a partir do ponto de vista da história político-ideológica recente do país, ao invés de partir da observação fria da correlação entre a sequência de falências, suas causas e os indicadores econômicos. Esta segunda, uma análise importante, somente ganha corpo a partir da compreensão da primeira. Nesse sentido, a crise na Islândia pode ser descrita, de acordo com a análise de Ivar Jonsson (JONSSON, 2012) pela ascensão, recrudescimento e queda do regime neoliberal.

O autor segmenta o ciclo do neoliberalismo na Islândia em três períodos; o primeiro consiste de duas fases, a primeira de 1979 a 1991, é a tomada do Partido Independente pela elite, que é assim definida pelo sociólogo C. Wright Mills:

> *"homens cujas posições que possam transcender os ambientes comuns de homens* e mulheres comuns, pois eles estão em posições de tomar decisões que têm consequências importantes... eles estão no comando de grandes hierarquias e organizações da sociedade moderna. Eles governam as grandes corporações. Eles ocupam a máquina do Estado e reivindicam suas prerrogativas. Eles dirigem a instituição militar. Eles ocupam os postos estragéticos da estrutura social, no qual estão agora centrados os meios eficazes do poder e da riqueza e a celebridade que *eles gostam".* (MILLS, 1974)

Essa elite, suportada amplamente por jovens acadêmicos estudantes de Direito e Filosofia, adotou as ideias de monetarismo de Friedman e individualismo de Hayek com certa ingenuidade: acreditavam que a pequena e oligopolizada economia da Islândia seria um cenário ideal para a aplicação das ideias de concorrência perfeita e livre-mercado. Eles endossavam a privatização como uma "cura" para empresas privadas que vinham sendo preteridas pelo mercado, além de propor taxas básicas de juros mais baixas como forma de estimular o investimento privado, bem como a desregulamentação econômica como caminho para o florescimento desses investimentos (JONSSON, 2012).

No entanto, o governo da Islândia é constituído por uma coalisão, e o neoliberalismo não se tornaria a ideologia dominante até que fosse adotada pelos demais partidos importantes. O

caminho para essa dominância foi pavimentado quando David Oddsson se tornou prefeito da capital Reykjavik em 1982, fato que lhe garantiu relevância para a ascensão ao posto de líder do Partido Independente e posteriormente, primeiro ministro do país em 1991 – posto que ele manteria até 2004.

Essa "neoliberalização dos demais partidos" (JONSSON, 2012) foi a segunda fase, iniciada em 1991 quando o Partido Democrata e o People's Party (PP) adotaram também o neoliberalismo nos moldes do New Labour britânico. Os três partidos – Partido Independente, Partido Democrata e People's Party – formaram um governo de coalizão que gradualmente liberalizou todos os setores da economia, exceto a indústria de pesca e a agricultura – ambos até hoje largamente protegidos de investimentos estrangeiros. A indústria de pesca Islandesa, inclusive, constitui particularmente um entrave a uma possível entrada do país na Zona do Euro, devido à necessidade de submeter a regras ambientais e preços commoditizados. A elite neoliberal colocou na agenda político econômica do país a privatização das empresas estatais – que foi a pedra angular da posterior venda ao setor privado dos bancos estatais, criando condições para o surgimento de uma nova elite econômica.

Nesse segundo período, inicia-se a criação de uma nova classe de dirigentes, que Jonsson chama de nova classe capitalista transacional (Jonsson, 2012). Esse segundo período, de 1995 a 2008, tem num primeiro momento a consolidação de uma elite econômica cujos negócios se concentravam em grandes redes de varejo e atacado, tais como Bonus, Hagkaup, Nykaup e 10-11, que, juntamente com o setor financeiro, deram um caráter crescentemente oligopolizado a economia da Islândia. A existência desses oligopólios numa economia tão pequena como a da Islândia vai de encontro aos próprios princípios do neoliberalismo, na medida em que minam as bases da chamada "concorrência perfeita" – condição básica, dentro da ideologia neoliberal, para que os ajustes de mercado se deem no sentido do crescimento econômico e distribuição de riqueza.

Nesse cenário, surge o que o autor chama de "Era da Plutocracia" (JONSSON, 2012), fase que se estendeu de 2001 a 2008. A plutocracia – o governo pela riqueza – se intensificou a partir da privatização dos bancos estatais, e o governo atingiu um grau de liberalização econômica semelhante ao que Hayek tinha chamado de "laissez-faire dogmático" (HAYEK, 1990). Nesse

ponto, o controle sobre o sistema financeiro era visto como mero acessório. Esse estado de liberalização é visto como danoso pelo próprio Hayek:

> *"É importante não confundir a oposição contra este tipo de planejamento com* uma atitude de laissez-faire dogmática. O argumento liberal é a favor de fazer o melhor uso possível das forças de competição como um meio de coordenar os esforços humanos, não um argumento para deixar as coisas como estão. Baseia-se na convicção de que, onde a concorrência eficaz pode ser criada, ele é a melhor maneira de orientar os esforços individuais do que qualquer outro. Ele não nega, mas até enfatiza que, a fim de que a competição trabalhe beneficamente, é exigido que se planeje cuidadosamente um quadro legal e que se reconheça que nem as normis legais atuais nem as do passado estão livres de defeitos graves. Nem negar que, onde é impossível criar as condições necessárias para fazer uma concorrência efetiva, temos de recorrer a outros métodos de guiar a atividade *econômica."* (HAYEK, 2008)

A situação de oligopólio criada levou a um crescimento da desigualdade até patamares semelhantes aos norte-americanos, com o índice de Gini indo de 0,30 para 0,34 de 1999 a 2005, um crescimento mais acelerado do que o observado em países como Noruega, Suécia e Reino Unido (OLAFSSON, 2006). Associado diretamente ao crescimento da desigualdade, o padrão de consumo da nova classe transacional capitalista (JONSSON, 2012) – que incluia bens como jatos particulares, propriedades no exterior, iates – reforçava o caráter plutocrata dessa nova classe de dirigentes.

Sob o controle dessa plutocracia, ergueu-se uma monumental bolha financeira que transpassou as fronteiras do país; o tamanho do sistema bancário da Islandia atingiu a estratosférica proporção de 851% do PIB no final de 2008 (JONSSON, 2012). O ponto mais notório dessa bolha é o chamado Icesave, um fundo online que angariou, entre 2006 e 2008, mais de 300.000 correntistas no Reino Unido e Irlanda, que depositaram um total de 5 bilhões de libras esterlinas, de acordo com o demonstrativo financeiro do operador do fundo, o Landisbank.

A rápida expansão do sistema bancário da Islândia tem, de acordo com Benediktsdottir (BENEDIKTSDOTTIR, 2011), quatro características que a tornam única. Primeiro, ao contrário de muitas outras nações com um sistema bancário descomunal, tais como a Suíça e Luxemburgo, a criação do sistema islandês se deu num período extremamente curto, em contraste com as décadas – eventualmente séculos – que os referidos países levaram para consolidar e internacionalizar seus bancos. Em segundo lugar, à diferença da Suíça que também tem um

sistema bancário de grandes proporções, o estoque da dívida externa era muito alto e denominado em moeda estrangeira – sendo que o risco cambial, raramente, estava incluído nas análises de risco. Em terceiro lugar, ao contrário de outros países com grandes sistemas bancários – tais como Luxemburgo – todos os bancos da Islândia tinham sua sede no próprio país. Essa característica fazia com que apenas o banco central da Islândia fosse o emprestador de última instância, o que obviamente se tornou inviável frente às dívidas dos bancos nacionais – que atingiam cerca de 6 vezes o PIB do próprio país. Por fim, em quarto lugar, o rápido crescimento somente foi viabilizado pelo relaxamento do controle dos riscos, levando a constituição de um portfólio médio de empréstimos de baixa qualidade (BENEDIKTSDOTTIR, 2011).

Tabela 1 - Tamanho do sistema bancário da Islândia

Data	Ativos Totais (bilhões de ISK)	PIB	Relação Ativos/PIB
2003[1]	1462	841	1,74
2004[1]	2208	928	2,38
2005[1]	3854	1026	3,76
2006[1]	6232	1168	5,34
2007[1]	9739	1309	7,44
Fev. 2008	10172	1478	6,88
Abr. 2008	11730	1478	7,94
Jun. 2008	12574	1478	8,51
Ago. 2008	12787	1478	8,65

[1]Valor ao fim do ano
Fonte: Statiscs Iceland, 2012

Dessa maneira, há muito operando dentro do que Minsky chamou de "finanças Ponzi" (MINSKY, 1993), o setor financeiro da Islandia foi à bancarrota em outubro de 2008, com insolvência e posterior nacionalização dos três maiores bancos do país. Inciou-se assim o terceiro período da segmentação de Jonsson, a crise do regime neoliberal (JONSSON, 2012), a partir de 2009. Uma coalizão de centro-esquerda foi eleita nesse ano, sem, no entanto, que todas as bases de poder da nova classe capitalista transacional fossem minadas, uma vez que essa elite continua no controle de grande parte da mídia islandesa e do setor de pesca – essa, no entanto, é uma discussão que será abordada com mais propriedade no 4º capítulo do presente trabalho.

A partir de outubro de 2008, a sequência de eventos do colapso do sistema financeiro pode ser descrita como segue (GUARDIAN, 2009):

- **Setembro de 2008**

- **15/setembro:** O banco Lehman Brothers vai à falência nos EUA, instantaneamente congelando os mercados monetários de todo o mundo.
- **25/setembro:** O presidente do conselho de administração do banco Glitnir, Thorsteinn Mar Baldvinsson, reúne-se com o presidente do Banco Central da Islândia, David Oddsson, para explicar as graves dificuldades financeiras que o banco tem encontrado. O banco faz uma solicitação de socorro ao credor de última instância, o Banco Central. No dia seguinte, o primeiro-ministro Geir Haarde, que está no exterior, é aconselhado a voltar para o país.
- **29/setembro:** O governo islandês anuncia que vai nacionalizar o terceiro maior banco da Islândia, Glitnir, com a compra de uma participação de 75%, por € 600 milhões. O governo afirma que não tem a intenção de manter a propriedade do banco por um longo período, e que o banco deverá continuar operando normalmente, citando ainda que o banco "teria deixado de existir dentro de algumas semanas", se não houvesse intervenção. A intervenção, todavia, jamais ocorreu, uma vez que a Autoridade de Supervisão Financeira (FME) tomou o controle do banco antes que o plano do governo de compra de 75% de participação fosse efetivado.

- **Outubro de 2008**
  - **03/outubro**: Gylfi Magnusson, Professor Associado de Economia na Universidade da Islândia, afirma em entrevista a uma rádio que o "sistema financeiro islandês é insolvente." O que seguiu foi uma verdadeira corrida aos bancos, causada também por uma declaração, no mesmo dia, do primeiro-ministro Haarde, que disse que "ninguém precisa se preocupar com os seus depósitos nos bancos islandeses." Mais tarde, o Banco Central quase ficou sem papel moeda devido às retiradas de depósitos maciças.
  - **06/outubro:** A OMX Nordic Exchange Islândia anuncia a suspensão das negociações em seis das maiores praças financeiras da Islândia. Uma garantia ilimitada é oferecida pelo governo para todos os depósitos bancários domésticos – sem, no entanto, se pronunciar sobre os depósitos de correntistas

estrangeiros. O Althing, parlamento nacional, passa uma lei de emergência que permite ao governo intervir amplamente no sistema financeiro do país.

- **07/outubro:** O conselho de administração do Landsbanki, o segundo maior da Islândia em valor, é expulso e o controle do banco assumido pela Autoridade de Supervisão Financeira. No começo do dia, o embaixador da Rússia em Reykjavík, Victor I. Tatarintsev, informa ao presidente do conselho executivo do Banco Central da Islândia que a Rússia estava disposta a emprestar a Islândia € 4 bilhões (KR 6.8 bi; US$ 5.4bi). O Banco Central anunciou que seria um empréstimo com amortização em três a quatro anos e taxa de juros 30-50 pontos acima da Libor, a taxa de juros interbancária inglesa. Referindo-se aos enormes passivos externos dos bancos em dificuldades, Oddsson, o governador, anuncia em uma entrevista de TV que "os islandeses não vão pagar as dívidas dos financiadores perdulários".
- **08/outubro:** O FME assume o controle do Glitnir, o terceiro maior banco do país. Após uma negociação entre Alisdair Querida, chanceler do Tesouro, e Arni Matthiesen, o ministro das Finanças islandês, decide-se não realizar a cobertura dos depósitos britânicos no Landisbanki. Irrompe então uma disputa internacional, conhecida como a disputa do Icesave, quando o governo britânico invoca uma legislação anti-terrorismo contra a Islândia, a fim de congelar os ativos baseados no Reino Unido do Kaupthing, o maior banco da Islândia.
- **09/outubro:** A Autoridade de Supervisão Financeira assume o controle do banco Kaupthing. A crise financeira se aprofunda com o colapso, agora, dos três maiores bancos. Irrompe então um incidente diplomático entre a Islândia e a Grã-Bretanha acerca da crise financeira, uma vez que a Grã-possui centenas de milhões de libras de depósitos estatais britânicos presos em bancos islandeses, agora insolventes. O primeiro-ministro islandês Haarde expressa choque com a decisão do governo do Reino Unido de invocar a legislação anti-terrorismo para congelar os ativos dos bancos islandeses no Reino Unido, chamando o ato de “não amigável”.

- **24/outubro:** O governo da Islândia solicita ao FMI um Acordo Stand-By (SBA) para ajudar a resolver a crise bancária e monetária que aleijou a economia do país.

- **Novembro de 2008**
  - **21/novembro:** Como parte do acordo com o FMI para estabilizar a economia islandesa, os países nórdicos e a Polónia concordam em emprestar mais de € 2 bilhões para a Islândia, que recebe também um empréstimo adicional de € 2 bilhões do FMI. Em troca, o governo islandês concorda com um plano desafiador de consolidação orçamentária a médio prazo. O plano também prevê a ressurreição da parte doméstica dos bancos que foram à lona na crise.

2.2 – IRLANDA

De maneira similar à crise na Islândia, a crise na Irlanda teve como causa primária o crescimento exagerado e desregulamentado do sistema bancário, pela via da inserção na economia mundial através do fluxo irrestrito de capitais. Essa crise, iniciada em 2008 com a quebra do Lehman Brothers nos Estados Unidos, teve consequências particularmente severas na Irlanda, com uma queda acumulada de 21% do PIB entre o quarto quadrimestre de 2007 e o terceiro quadrimestre de 2010 (CSO, 2012). Esse resultado conjuntural coloca a Irlanda como o país que sofreu as mais severas consequências em decorrência da crise mundial recente, entre todos os atingidos (LANE, 2010).

A Irlanda, que havia experimentado um longo período de superávits fiscais, passou em 2007 a ter um déficit fiscal de 11-12% em relação ao PIB em 2009/2010 (LANE, 2011). É importante ressaltar que grande parte desse déficit é de natureza estrutural, ou seja, a simples retomada do crescimento econômico não é suficiente para garantir a sustentabilidade fiscal do país. Não obstante, o custo de recapitalizar o sistema bancário falido aumentou o déficit público para 14,5% do PIB em 2009 e 32% em 2010 (LANE, 2011). A crise, desencadeada quando da quebra do Lehman Brothers nos Estados Unidos em 2008, teve como principal fator na Irlanda o devastador ciclo de expansão-contração no mercado imobiliário do país (LANE, 2011).

Tal como a crise norte-americana, o avanço agressivo de empréstimos de alto risco por parte dos bancos levou a um aumento desproporcional no mercado de crédito imobiliário, financiando a construção de novas edificações e multiplicando várias vezes os preços dos imóveis – que são, costumeiramente, dados como garantia para os empréstimos, aumentando ainda mais a alavancagem do sistema. Esse aumento brutal na quantidade de crédito disponível no sistema pode ser ilustrado pela evolução da taxa de juros das hipotecas, que foi de 11.5% em idos dos anos 1990 para cerca de 3.5% em 2005, próximo do auge da bolha especulativa (GERLACH, 2013). Dessa maneira, quando cessou o ciclo de expansão no mercado imobiliário com a queda no preço dos imóveis, perdas gravíssimas ocorreram no sistema bancário irlandês. Isso contribuiu para a crise econômica, através da contração do crédito, e para crise fiscal, tanto diretamente, devido ao custo de resgate dos bancos, quando indiretamente, pela perda de receitas oriundas das propriedades agora desvalorizadas e perda de arrecadação em decorrência da diminuição da atividade econômica.

Antes de a crise irromper, é importante observar que houve na Irlanda um legítimo ciclo de crescimento econômico – a chamada era do "Tigre Celta" – na qual o país experimentou um crescimento rápido e sustentado entre 1994 e 2000 (LANE, 2011). Este período pode ser interpretado como uma fase de convergência acelerada, com a Irlanda aproximando-se do padrão europeu de crescimento após um longo período de fraco desempenho econômico devido principalmente a erros de política no final da década de 1970, que resultaram em uma fase contínua de estagnação econômica (HONOHAN, 2002).

Essa estagnação chegou ao fim graças a acordos entre os principais partidos políticos da Irlanda em 1987, que culminaram em ajustes fiscais e uma nova abordagem da questão social, proporcionando um consenso social baseado numa abordagem pró-coorporativa como plataforma para reconstruir a economia, livrando o país da alta inflacionária das décadas de 70 e 80 (LANE, 2011). Essa fase de recuperação iniciada em 1987 teve apenas uma breve interrupção entre 1992 e 1993 devido à crise cambial e a recessão europeia. Destarte, o período de crescimento econômico sustentável só começou livre de interrupções em 1994. Dentre as medidas sociais, uma das mais importantes para o desenvolvimento que se seguiria foi o aumento nas taxas de matrícula na educação básica e superior, que provisionou o mercado de trabalho com uma mão de obra entrante que era na média muito mais qualificada do que a que se aposentava.

Essa melhoria no capital humano foi acompanhada por uma mudança favorável na natureza de produção e do comércio mundial, cujos setores mais importantes – eletrônicos e farmacêuticos; produtos cuja relação peso vs. valor é baixa – não impunham restrições ao isolamento geográfico da Irlanda; isto é, o isolamento geográfico nessa nova era econômica deixava de ser uma barreira significativa às exportações (LANE, 2011). O resultado prático foi um grande aumento no investimento estrangeiro direto (IED), cujas multinacionais dos novos setores pujantes transformaram a Irlanda numa importante plataforma de exportação para o mercado europeu recém-unificado. Com o IED impulsionando o crescimento da produtividade, a demanda interna também se expandiu, e os níveis de emprego cresceram sem pressão sobre os salários, uma vez que havia um relativo alto desemprego à época, concomitantemente com uma baixa participação feminina no mercado de trabalho (LANE, 2011).

O rápido ritmo de crescimento da Irlanda foi reforçado entre 1999 e 2000 com a forte desvalorização do Euro em relação ao Dólar, o que impulsionou sobremaneira as exportações irlandesas. Não obstante, as taxas de juros caíram quando da entrada do país na União Europeia, em 1997, época na qual o país já havia atingido o pleno emprego e pressões sobre os salários começaram a se tornar mais evidentes (LANE, 2011). Pouco depois, em 2001, a recessão internacional levou economistas a preverem uma diminuição no ritmo de crescimento do país, já que não havia mais um grande exército de mão de obra de reserva e os ganhos marginais para investidores estrangeiros eram bem menores – especialmente em setores intensivos em trabalho, tais como montagem de componentes em regime CKD e call-centers.

Essa projeção, no entanto, se mostrou errada. Um rápido crescimento se iniciou novamente em 2003 e se manteve até 2007. Essa nova era de expansão, no entanto, teve bases bem distintas dos anos anteriores.

Conforme Stefan Gerlach explica,

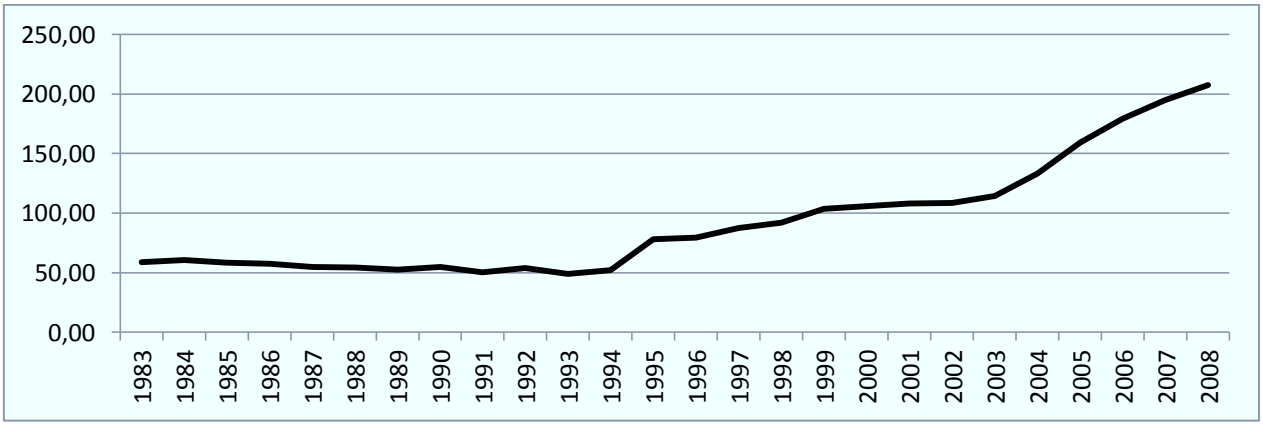
> *"*No início de 2000, no entanto, como a economia se aproximou do pleno emprego (...), a natureza do crescimento se alterou refletindo os fundamentos de uma era de excessiva expansão de crédito. O forte crescimento econômico e taxas de juros mais baixas levaram a um aumento tanto na demanda quanto no preço dos imóveis, com rápido crescimento do crédito. Tanto os bancos nacionais quanto os estrangeiros com filiais na Irlanda participaram dessa expansão, emprestando fortemente para construtoras e hipotecas no varejo. Como resultado, a fração de empréstimo do setor privado não financeiro que foi para o setor imobiliário - isto

> é, hipotecas e empréstimos para imóveis comerciais - subiu de 60% em 2000 para 80% em 2007. O boom não era apenas uma bolha de preços, mas envolveu uma enorme expansão do crédito e da atividade de construção.*"* (GERLACH, 2013)

Dentro desse novo paradigma de expansão econômica, o que havia era uma grande expansão da atividade de construção civil, financiada por um "boom" de investimentos em habitação e propriedades comerciais. O aumento dos preços dos imóveis desencadeou um "efeito riqueza", que impulsionava largamente o consumo privado, e, com as receitas fiscais em alta nesse contexto, o governo pôde financiar o crescimento das despesas, mantendo superávit orçamentário. (LANE, 2011)

O resultado foi um rápido crescimento do emprego, mas com pouquíssimo ganho de produtividade. O IDE, ainda que crescente, era cada vez mais orientado a atividades cuja mão de obra necessária era pouco qualificada – o que permitiu, inclusive, que a demanda de mão de obra fosse suprida em parte pelo retorno a Irlanda de cidadãos que moravam no exterior. Esse efeito alimentava a expectativa que a demanda continuaria subindo continuamente, ao passo que impedia pressões mais acentuadas sobre os salários. Nesse contexto, o crescimento do investimento imobiliário foi impulsionado pela expansão rápida do crédito, com o crédito privado atingindo proporções estratosféricas do PIB (KELLY, 2010), conforme mostrado no Gráfico 1 abaixo. A atividade construtiva incluía não apenas habitações, mas também imóveis comerciais e obras de revitalização do centro de Dublin, cujas propriedades, compradas para posterior reforma, atingiram preços astronômicos e irreais no auge da bolha (LANE, 2011).

Gráfico 1 – Crédito Privado na Irlanda em % do PIB, 1983-2008



Fonte: Base de dados do Banco Mundial

Além destas atividades domésticas, muitos agentes também protagonizaram agressivas aquisições internacionais, principalmente nos setores imobiliário de Londres, nos Estados Unidos e na Europa emergente; famílias irlandesas também compraram um sem-número de propriedades no estrangeiro, desde casas de veraneio até propriedades para especular e alugar. A maior parte desse crédito foi fornecido por bancos locais – que cada vez mais se financiavam nos mercados internacionais de crédito, muitas vezes de curto prazo (LANE, 2011). O governo aproveitava o aumento das receitas oriundas das novas propriedades cada vez mais valorizadas e promovia um aumento de gastos, impactando positivamente a demanda interna e contribuindo para aceleração inflacionária – embora num primeiro momento, ainda mantivesse uma das relações dívida/PIB mais baixas da zona do Euro. (LANE, 2011).

Já em outubro de 2006 havia sinais claros que o pico de expansão do mercado imobiliário fora atingido, mas se esperava uma "aterrissagem suave", com quedas graduais nos preços dos imóveis e migração da atividade econômica para outros setores. De fato, ao longo de 2007 a atividade econômica no país continuou em alta, levando a uma falsa impressão de que essa previsão estava se cumprindo – mesmo que historicamente as evidências apontassem para uma alta probabilidade de declínio abrupto dos preços dos imóveis e consequente implosão da bolha (KELLY, 2010).

Como se viu, o gatilho final para o colapso desse sistema – que, de acordo com a maior parte das evidências, há muito funcionava no esquema de finanças Ponzi descrito por Hyman P. Minsky (MINSKY, 1993) – foi a crise internacional de 2008. Com a interrupção repentina dos fluxos de capitais internacionais, os bancos irlandeses começaram a ter grandes dificuldades para financiar suas posições. A subsequente queda no preço dos imóveis e incapacidade de honrar as dívidas por parte dos bancos e de parte dos agentes econômicos que anteriormente participaram da construção da bolha levou à crise em grande escala a partir de setembro de 2008 (LANE, 2011). A Irlanda passou então a lutar contra uma tripla crise: fiscal, econômica e bancária. A crise bancário surgiu a partir do estouro da bolha, ao passo que a fiscal decorreu de decisão do governo de garantir a totalidade dos passivos bancários, e a combinação dessas duas crises levou à crise econômica. Os aspectos detalhados em cada uma dessas esferas serão abordados no próximo capítulo, no contexto de uma comparação das reações dos governos para mitigar a crise entres os três países analisados (Reino Unido, Irlanda e Islândia).

Os principais acontecimentos da crise a partir de setembro de 2008 podem ser descritos como segue (GUARDIAN, 2010):

- **Setembro de 2008**
    - **30/Setembro:** em meio à crise bancária internacional, o governo irlandês anunciou um esquema de garantia de 400 bilhões de Euros, mais que o dobro do PIB do país (BMI, 2013) para cobrir os passivos dos seis principais bancos do país, incluindo o Anglo Irish. Foi o único país a estender garantias aos passivos totais.

- **Dezembro de 2008**
    - **18/Dezembro**: "Seanie" FitzPatrick renuncia ao cargo de presidente do Anglo Irish e admite que escondeu mais de € 80 milhões em empréstimos secretos dos acionistas
    - **21/Dezembro:** Governo recapitaliza Anglo Irish com 1,5 bilhão de Euros
    - **29/Dezembro:** Ações do Anglo Irish, que eram cotadas a 17 Euros cada, em maio de 2007, despencam para 12 centavos de Euro

- **Janeiro de 2009**
    - **15/Janeiro:** O governo da Irlanda nacionaliza o Anglo Irisih

- **Fevereiro de 2009**
    - **20/Fevereiro:** Relatório anual do Anglo Irish mostra empréstimos de 451 milhões de Euros para que 10 grandes clientes comprassem ações do banco. Um relatório da PricewaterhouseCoopers revela que 15 clientes devem ao banco mais de 500 milhões de Euros cada

- **Dezembro de 2009**
    - **09/Dezembro:** Novo orçamento aprovado pelo governo traz economia de 4 bilhões de Euros. A idade mínima para aposentadoria pública sobe de 65 para 66 anos.

2.3 – REINO UNIDO

Tal como ocorreu nos demais países, a economia do Reino Unido também foi duramente atingida pela crise financeira de 2008. Em 2008, logo no início do colapso, o país já registrou uma queda real no PIB da ordem de 0,97% (EIU, 2013), seguida por uma queda de 3,97% em 2009. Essa foi a maior queda no PIB do país em 30 anos. Com os danos na maior praça financeira do mundo, a chamada "City Londrina", o valor da libra esterlina caiu drasticamente em relação ao dólar, indo de US$ 2,00 por libra em meados de 2008 para um mínimo histórico em 23 anos de US$ 1,35 em abril de 2009 (EIU, 2013).

A causa da crise no Reino Unido foi similar à da Irlanda e Islândia: inovações bancárias e desregulamentação do setor, que levaram a concessões de créditos imobiliários irresponsáveis e aumento drástico nos preços dos imóveis – que levavam, em um sistema pró-cíclico, a um aumento no valor das hipotecas e, consequentemente, da alavancagem do sistema (BENAMRAOUI, 2010). A praça financeira de Londres foi, particularmente, uma das mais afetadas devido, tal como na Islândia, à sua grande integração com os fluxos internacionais de capitais. Conforme o economista Shirumisha Kwayu,

> *"Na prática, embora os bancos se engajem em uma competição uns c*om os outros, eles também cooperam entre si através de empréstimos interbancários e troca de derivativos, tais como swaps de taxas de juros ou swaps cambiais. A cooperação constitui uma rede de bancos mundial, assim, um colapso em uma instituição tem um efeito multiplicador para todo o setor financeiro e, portanto, *potencializa a formação de uma crise sistêmica."* (KWAYUY, 2013)

No Reino Unido, grandes empreiteiras e construtores, através de sociedades, dominavam o mercado de empréstimos imobiliários até idos dos anos 1980. Posteriormente, a supracitada desregulamentação financeira resultou na entrada de grandes bancos e seguradoras no mercado de hipotecas e consequente redução do número de sociedades construtoras (PAIS, 2008). Como resultado, um grande número de instituições financeiras passou a oferecer produtos de hipoteca, aumentando drasticamente a concorrência entre os bancos e, num contexto de desregulamentação e liberalização do fluxo de capitais, piora na qualidade da avaliação dos empréstimos concedidos.

Pouco após a eclosão da crise em 2007, com a quebra do Northern Rock, o Reino Unido havia acumulado, após 10 anos de constantes aumentos na dívida hipotecaria, o montante de 1.23 trilhões de dólares em 2009 (BENAMRAOUI, 2010) nessa modalidade de crédito, que

correspondia à época a cerca de 55% do PIB do país (EIU, 2013). Esse valor foi atingido no contexto da bolha financeira, decorrente do relaxamento das condições para concessão de créditos e desregulação bancária (BENAMRAOUI, 2010). Contribuiu para a alavancagem do sistema no Reino Unido as chamadas re-hipotecas, que eram relativamente fáceis de conseguir devido à especialização dos agentes concessores (isto é, o mesmo imóvel eventualmente era hipotecado duas ou mais vezes). Essas condições tornaram o mercado imobiliário do Reino Unido altamente volátil, resultando numa elevação dos preços dos imóveis em um contexto de economia próspera e numa queda abrupta dos valores em contextos de crise.

Com tal volatilidade em seu mercado hipotecário e tendo uma das maiores e mais internacionais praças financeiras do mundo, não foi surpreendente que o Reino Unido enfrentasse problemas no sistema bancário, antes mesmo do aprofundamento da crise mundial, com a quebra do Lehman Brothers, em 2008. Assim, em 12 de setembro de 2007, o Northern Rock fez um apelo ao Banco do Reino Unido (credor de ultima instância) por um mecanismo de apoio à liquidez devido a problemas na captação de recursos no mercado monetário (BBC, 2009). O Northern Rock é um conglomerado bancário cujas operações se dividiam, à época, em banco comercial e uma gestora de ativos (concessora de hipotecas). Esta última divisão era a que se encontrava em dificuldades à época. O banco foi nacionalizado em fevereiro de 2008, no anseio do governo britânico em evitar o pânico institucional e uma eventual corrida bancária. Posteriormente, quando da quebra do Lehman Brothers e o forte aumento das proporções mundiais da crise, o Reino Unido lançou mão de um pacote de resgate bancário no valor de aproximadamente 800 bilhões de dólares (CNN, 2008). Essas ações serão discutidas com mais propriedade no Capítulo III.

O colapso do Icesave e as implicações no Reino Unido

O Icesave era um fundo online criado pelo banco Islandês Landisbanki em 2006, que oferecia aos clientes um sistema de contas-poupança. Suas operações eram baseadas na Islândia e havia filiais em dois países, Reino Unido e Irlanda (BLOOMBERG, 2008). As taxas de juros oferecidas atingiam 6% ao ano (LANDISBANKI, 2007), garantindo retornos superiores a outros investimentos domésticos similares no Reino Unido e Irlanda. Como resultado, o banco angariou cerca de 300.000 depositários no Reino Unido, que detinham em conjunto um montante de mais de 4 bilhões de Libras (LANDISBANKI, 2008).

A instituição foi à lona em outubro de 2008 em meio à crise financeira mundial, e o parlamento Islandês ofereceu garantias apenas aos depósitos domésticos, sem garantias aos ativos das operações do fundo no estrangeiro (JONSSON, 2012). Isso levou o Reino Unido a congelar ativos da Islândia depositados no país, clamando para isso uma lei antiterrorismo de 2001, levando a protestos na Islândia pelo ato que foi considerado não-amigável (JONSSON, 2012) – o país chegou até mesmo a oferecer uma queixa formal à OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte) em relação ao que considerou um ato absurdo. O fato ficou conhecido como "disputa do Icesave", e o governo do Reino Unido excepcionalmente estendeu garantias apenas aos depósitos cujo valor atingia um máximo de 50.000 Libras (LBI, 2013).

Linha do tempo

Os principais acontecimentos da crise a partir de setembro de 2008 podem ser descritos como segue (REUTERS, 2009):

- **Fevereiro de 2008**
    - **17/Fevereiro**: O governo nacionaliza o Northern Rock, quinto maior credor hipotecário do país, após cinco meses de busca infrutífera por um comprador no setor privado. O Banco do Reino Unido (BoE) tinha afiançado o Northern Rock em setembro de 2007, após a crise de crédito que atingiu a capacidade do banco de levantar dinheiro nos mercados monetários.

- **Abril de 2008**
    - **22/Abril:** O BoE lança o Regime Especial de Liquidez para trocar ativos hipotecários de risco dos bancos por 50 bilhões de libras de dívida pública. Ele será executado até a semana de 20 de outubro de 2008.

- **Setembro de 2008**
    - **17/Setembro:** - O BoE estende o Regime Especial de Liquidez para 30 de janeiro de 2009. Os banco Lloyds TSB Group Plc concorda em resgatar o rival HBOS Plc, através de um empréstimo facilitado pelo governo.
    - **29/Setembro:** Grã-Bretanha nacionaliza o banco Bradford & Bingley após negociações infrutíferas para encontrar um comprador imediato no setor

privado. O Tesouro diz que planeja assumir o controle do fundo hipotecário de 50 bilhões de libras do banco e vender seus depósitos e filiais ao banco espanhol Santander.

- **Outubro de 2008**
  - **3/Outubro:** FSA anuncia que vai elevar o limite de garantia dos depósitos de poupança para 50.000 libras, ante as 35.000 libras anteriores; em vigor a partir de 07 de outubro.
  - **08/Outubro:** BoE corta a taxa de juros em meio ponto percentual (para 4,5%), em coordenação com outros bancos centrais.
  - **13/Outubro:** Grã-Bretanha utiliza 37 bilhões de libras de dinheiro dos contribuintes para salvar os três grandes bancos - Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds TSB e HBOS. O governo diz que vai comprar participações em cada um dos bancos.

- **Novembro de 2008**
  - **06/Novembro:** O BoE faz um corte de 1,5 ponto percentual na taxa de juros, reduzindo-a para 3% a.a., o nível mais baixo em mais de meio século.
  - **24/Novembro:** Grã-Bretanha anuncia que vai injetar 20 bilhões de Libras na economia em 2010, incluindo cortes de impostos de 3 bilhões de Libras em despesas de capital. O pacote de estímulo equivale a cerca de 1% do produto interno bruto (PIB).

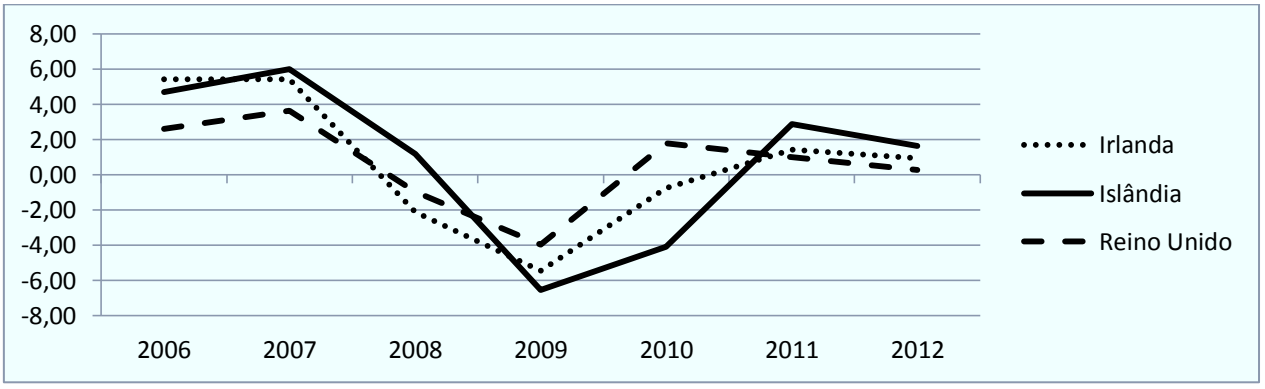
- **Janeiro de 2009**
  - **08/Janeiro:** O Banco do Reino Unido corta taxa de juros em mais meio ponto percentual, para uma baixa recorde de 1,5% a.a. A taxa nunca havia caído para menos de 2% a.a., mesmo durante a Grande Depressão da década de 1930.
  - **19/Janeiro:** O governo lança um segundo plano de resgate bancário, em que o BoE cria um programa de compra de ativos do setor privado com um fundo inicial de 50 bilhões de Libras.

CAPÍTULO 3 - AS AÇÕES DOS GOVERNOS, SEUS IMPACTOS SOCIOECONÔMICOS E A VIA DA ISLÂNDIA.

As quatro primeiras proposições de André Luis de Lourenço (LOURENÇO, 2006), oriundas da interpretação da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman P. Minsky (MINSKY, 1993) e analisadas no primeiro capítulo do presente trabalho, foram todas precisamente cumpridas para a eclosão da crise nos três países estudados. Havia um sistema bancário internacionalizado e complexo (primeira proposição); as bases da crise foram montadas a partir de um sistema aparentemente sólido de crescimento (segunda proposição); a pedra angular da crise foi o estouro de uma bolha especulativa que se formara (terceira proposição); a inter-relação dos setores econômicos levou a um contágio amplo e praticamente irrestrito e a reversão do quadro é coordenada pelas forças do Estado (quarta proposição).

No que tange a quinta proposição – "O novo sistema de estabilidade que surgir será, provavelmente, caracterizado num primeiro momento por um baixo nível de atividade produtiva. (...), um novo ciclo expansivo ensejará novamente a especulação, gerando novamente um quadro propício para a ocorrência de um novo período turbulento" (MINSKY, 1993; LOURENÇO, 2008) – até o momento ela está sendo cumprida apenas em sua primeira parte. Embora alguns países atingidos na primeira onda da crise já mostrem alguns sinais de recuperação, mas com um baixo crescimento da atividade econômica, ainda há recessão na área do Euro.

Gráfico 2 – Evolução do crescimento do PIB (%) dos países estudados[1]



[1]A queda no PIB de 2011 para 2012 pode ser atribuída, em grande parte, à crise na zona do euro, não abordada neste trabalho.
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Como se observa no Gráfico 2, a recessão atingiu duramente os três países, que tiveram em 2009 quedas superiores a 3,5% no PIB – atingindo 6,6% no caso da Islândia (EIU, 2013). A abrupta queda no PIB – somatório de todos os bens e serviços produzidos no país anualmente – em decorrência da crise no setor financeiro demonstra a gigantesca inter-relação dos setores econômicos, e a capacidade de contágio do setor financeiro que foi alta o bastante para provocar danos em praticamente todos os setores – indústria, comércio e agricultura (UNCTAD, 2011).

Nos três países houve intervenções diretas por parte dos Estados no sistema financeiro na tentativa de mitigar os efeitos das falências e da contração do crédito. Tais reações foram distintas entre os três países estudados, com resultados socioeconômicos igualmente distintos. No caso do Reino Unido, onde a influência política dos principais agentes da City londrina é extremamente forte, dois pacotes do governo buscaram recapitalizar os bancos que entraram em dificuldades pela crise. O primeiro, em 2008, consistiu num pacote de 500 bilhões de Libras, oriundas de diversas fontes, sendo que as principais eram a subscrição de ativos por parte do governo, Banco Central e, em menor escala, um fundo de recapitalização criado com aval do governo para captar dinheiro do mercado (CNN, 2010). O outro pacote de resgate bancário foi levado a cabo em 2009, num montante de 50 bilhões de Libras com o objetivo de aumentar o capital disponível para empréstimos para grandes empresas, além de cobrir possíveis perdas maciças de seguradoras. Observa-se que a maior parte do custo foi socializado, isto é, dinheiro público foi aplicado em negócios privados sob a justificativa de evitar um dano sistêmico ainda maior.

Os dois pacotes de resgate bancário foram acompanhados de um severo programa de austeridade fiscal em 2010, que incluía redução do número de órgãos públicos e cortes em programas de bem estar social da ordem de 7 bilhões de Libras (BBC, 2010). É interessante observar que esse programa de austeridade no Reino Unido foi auto imposto, isto é, ele não se deu a partir do resgate bancário nem por desconfianças do mercado em relação aos títulos de dívida públicos britânicos. Entre as principais consequências do programa de austeridade, destacam-se a perda de cerca de 490.000 empregos no setor público e a perspectiva da eliminação do déficit estrutural até 2020 (BBC 2010), um prazo extremamente longo que visa evitar os impactos recessivos ainda mais severos que ocorreram nos países que optaram por um ajuste em prazos mais curtos – como Grécia e Espanha.

Na Irlanda, país que foi ainda mais duramente atingido pela crise que o Reino Unido, os ajustes foram ainda mais severos. Nesse país, a retomada do crescimento econômico não seria suficiente, em nenhum horizonte de tempo, para recuperar a sustentabilidade fiscal após anos de dependência do governo de impostos oriundos das propriedades, cujo valor passou a ser uma fração do que era pré-crise.

Tabela 2 – Déficit fiscal da Irlanda (Total e % PIB)

Ano	Receitas (Euros, bilhões)	Gastos (Euros, bilhões)	Superávit (Déficit)	% PIB
2007	49,3	50,9	-1,6	-0,9%
2008	43	55,7	-12,7	-7,0%
2009	35,3	60	-24,6	-14,8%
2010	36,2	55	-18,7	-12,0%
2011	39,3	64,2	-24,9	-15,5%

Fonte: Irish Department of Finance (DEPARTMENT OF FINANCE, 2009/2010/2011/2012)

Objetivando solucionar o déficit fiscal, que atingira 14,8% do PIB em 2009 e 24,9% em 2010, o governo propôs em 2010 um pacote de austeridade extremamente severo, com redução de gastos com o estado de bem estar social e máquina pública – como exemplo da magnitude dos cortes, salários de médicos, enfermeiros e professores sofreram cortes da ordem de 20% (NEW YORK TIMES, 2010). Os cortes atingiram também, ainda que de maneira simbólica, até mesmo os salários do primeiro ministro e demais ocupantes de cargos dos altos escalões do governo (BBC, 2010b).

No que tange ao sistema financeiro, a Irlanda foi o único país a estender garantias totais aos passivos bancários, num gasto de mais de 400 bilhões de Euros (GUARDIAN, 2010). A recapitalização era destinada aos 6 maiores bancos do país, todos severamente atingidos pela extinção do crédito interbancário internacional que ocorreu com a eclosão da crise em 2008 nos Estados Unidos. Tanto a austeridade fiscal quanto o plano de resgate bancário foram alvos de enormes protestos em Dublin, que chegaram a reunir 25.000 estudantes (IRISH TIMES, 2010), mas não foram suficientes para que a Irlanda resolvesse a crise por seus próprios meios. Em novembro de 2010 foi acertado um empréstimo, a ser concedido em etapas, de 22.5 bilhões de Libras do Fundo Monetário Internacional, como parte de um pacote de resgate bancário de 85 bilhões de Libras (FMI, 2010) que incluía também diversas reformas no setor bancário. Conforme Phlip R. Lane,

> *"Tomadas em conjunto, o objetivo é que estas reformas do setor bancário* resultem em um menor, menos arriscado e mais bem capitalizado sistema bancário. Por sua vez, essas mudanças devem melhorar a sustentabilidade das ofertas de liquidez do Banco Central Europeu e também aumentar a probabilidade de que os bancos irlandeses possam voltar aos mercados de *financiamento privados."* (LANE, 2011)

O plano de austeridade, com sua consequente socialização dos prejuízos privados, levou o país a uma severa recessão, implicando enormes ondas de protestos estudantis. O primeiro ministro, cujo mandato terminaria em meados de 2012, após sofrer uma série de humilhações públicas e perder maioria no parlamento, optou por encerrar seu governo em 2011, dissolvendo o parlamento para que novas eleições fossem convocadas. (AGENCIA ESTADO, 2011) No que tange ao custo social, este pode ser medido em termos da altíssima taxa de desemprego, da ordem de 14% em 2010 (NEW YORK TIMES, 2010). No caso dos bancos, ainda que a situação das principais instituições esteja relativamente confortável graças ao auxílio governamental, a frágil situação da Irlanda pode se deteriorar novamente com a recente crise na zona do Euro.

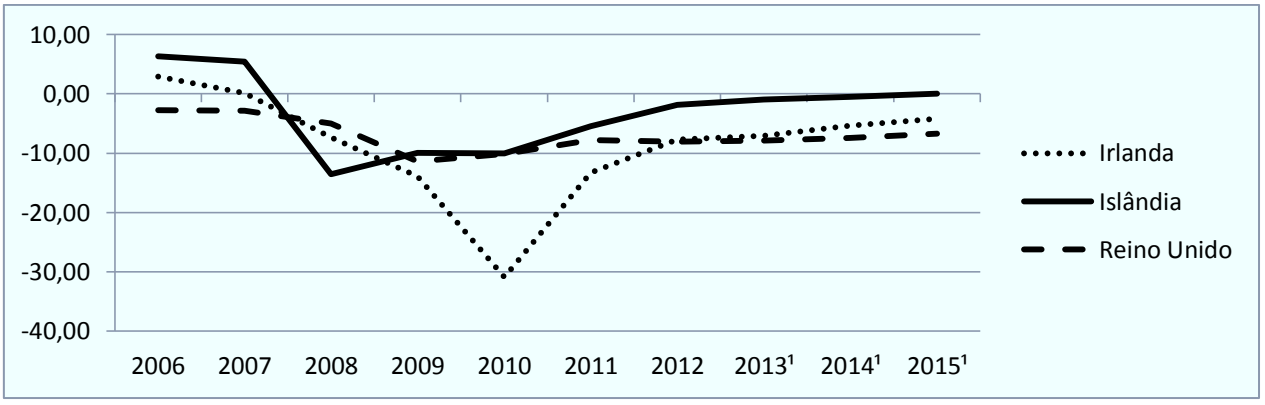
No caso da Islândia, a reação do governo, após a crise, teve contornos diferentes. Ao ser confrontado com passivos bancários da ordem de quase 6 vezes o PIB do próprio país no contexto de um sistema bancário cujo tamanho equivalia a 868% do PIB (JONSSON, 2012), o governo islandês se viu diante de duas possibilidades: recapitalizar integralmente os bancos a custa de empréstimos do FMI e ajustes fiscais, ou deixar que os três grandes bancos do país fossem à lona, preservando somente os depósitos domésticos. A opção pela segunda alternativa foi referendada em plebiscito em 2010, e o governo Islandês optou por recapitalizar apenas as operações domésticas dos bancos, criando novas instituições cujos interesses se ligam mais às necessidades de financiamento doméstico do que ao mercado internacional de crédito (JONSSON, 2012).

Para criar as novas instituições, a Islândia negociou um empréstimo de 5.1 bilhões de dólares, sendo 2.1 bilhões oriundos do FMI e o restante de um acordo com os países nórdicos. Um acordo de austeridade foi aprovado no Althing, o parlamento Islandês, mas seus termos eram muito mais brandos do que os adotados pelo Reino Unido e Irlanda, uma vez que o ajuste fiscal necessário era majoritariamente doméstico, não sendo necessário acomodar os custos de recapitalização integral dos bancos, tal como no Reino Unido e Irlanda (LIBERAL CONSPIRACY, 2013). De acordo com o presidente da Islândia, Ólafur Ragnar Grímsson:

> *"Eu acho que a razão principal é que fomos sábios o suficiente para perceber que* era também uma crise de fundamentos sociais e políticos, mas em linhas gerais nós não seguimos as ortodoxias tradicionais dominantes do mundo ocidental dos últimos 30 anos. Nós introduzimos controles cambiais, deixamos os bancos falirem, nós fornecemos o suporte para os pobres, nós não introduzimos medidas de austeridade da magnitude que você está vendo aqui na Europa... E o resultado final, quatro anos depois é que a Islândia está desfrutando de progresso e de recuperação muito diferente dos outros países europeus que sofreram com a crise financeir*a."* (GRÍMSSOM, 2013)

Esse reposicionamento da inserção do país na economia mundial levou a Islândia a uma rápida recuperação econômica, que paulatinamente vai atingindo os níveis socioeconômicos domésticos pré-crise. Ao contrário da Irlanda, que garantiu efetivamente todos os passivos bancários ao custo de recessão com um desemprego da ordem de 14% e experimenta uma conjuntura doméstica extremamente frágil (NEW YORK TIMES, 2010), a Islândia em 2011 quitou seus débitos para com o FMI, que por sua vez, declarou que o plano de resgate logrou sucesso no país (BOND VIGILANTS, 2011).

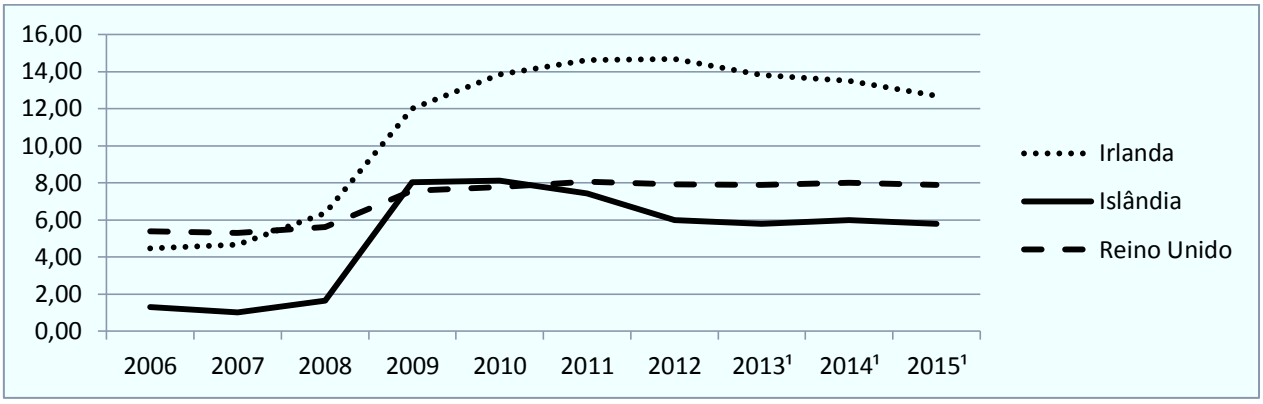
Gráfico 3 – Balanço Fiscal no Reino Unido, Irlanda e Islândia (% PIB)



[1] Previsão
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Conforme observamos no Gráfico 3, o balanço fiscal do governo foi praticamente atingido, em contraste com a Irlanda e Reino Unido que em 2012 ainda enfrentaram déficits fiscais da ordem de 7,70% e 8,10% do PIB respectivamente, com expectativas de melhora em ritmo lento, mesmo com pacotes severos de austeridade. Há ainda a possibilidade de um novo choque econômico negativo em decorrência da crise na zona do Euro, que está em curso atualmente.

Gráfico 4 – Taxa de desemprego na Irlanda, Reino Unido e Islândia (%)



[1] Previsão
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Tais medidas de austeridade refletiram ainda no desemprego, ainda extremamente alto na Irlanda e Reino Unido, ao passo que na Islândia já se encontra próximo de 5%. Ainda é um patamar alto em comparação ao nível pré-crise, de cerca de 1,3% (EIU, 2013), mas há que se considerar que em meio à criação da bolha, ocorreu um significativo retorno de Islandeses que viviam no exterior – uma força de trabalho que agora precisa ser incorporada na nova economia (JONSSON, 2012).

Em certa medida, podemos atribuir a rápida recuperação da Islândia à severidade da crise que atingiu o país. Nenhum outro país experimentou uma cobrança de passivos externos da ordem de 6 vezes o próprio PIB (JONSSON, 2012), um passivo grande demais para ser amortizado. Mesmo à custa de austeridade e recessão, caso a Islândia tivesse optado por arcar com a integralidade dessa dívida, o resultado certamente seria décadas a fio de vulnerabilidade externa e crescimento pífio. Essa teórica inviabilidade dificulta qualquer especulação acerca de quais teriam sido os resultados no Reino Unido e na Irlanda, caso esses países tivessem também adotado a via da Islândia, qual seja, a não-socialização dos prejuízos privados. De acordo com Paul Krugman,

> *"*A moral da história parece ser que, se você vai ter uma crise, é melhor ter uma muito, muito ruim. Caso contrário, você vai acabar tendo o conselho de pessoas que garantem que ainda mais sofrimento vai curar o que o aflige.*"* (KRUGMAN, 2013)

CAPÍTULO 4 – CONCLUSÃO: O CENÁRIO QUE SE DESENHA PARA OS TRÊS PAÍSES E O TEMOR DO RETORNO AO "BUSINESS AS USUAL"

A noção por parte dos agentes econômicos de que todo risco pertence em última instância ao Estado provou-se extremamente danosa na crise que eclodiu em 2008, especialmente nos três países estudados. Em todos os três casos, muito embora o estopim da crise tenha sido a abrupta interrupção do mercado de crédito interbancário internacional, ela só se propagou em âmbito doméstico ao encontrar "bolhas" de ativos. Tais bolhas, como se viu, constituíram-se primariamente de carteiras de crédito podres, concedidos em um contexto de alavancagem pró-cíclica do sistema: o enorme estímulo artificial ao mercado imobiliário, nos três países, levou a valorização irreal do preço das propriedades, que, usadas como garantia às hipotecas, fazia com que seus valores fossem à estratosfera.

A forma como a crise propagou seus efeitos pelo sistema econômico foi distinta entre os três países, no entanto. No caso da Irlanda, o "erro" do governo foi ter estendido garantias à totalidade dos passivos bancários sem que se conhecesse, no momento em que isso foi feito, o tamanho exato do prejuízo; já no Reino Unido, a intervenção estatal nos bancos se deu de maneira mais pontual, com nacionalizações e negociações caso a caso. Nesse sentido, não se pode esquecer que os três países tem conexões e grau de inserção bem distinta no sistema financeiro internacional. A Irlanda e o Reino Unido têm papéis protagonistas nas finanças internacionais, ao passo que a Islândia, com sua economia dezenas de vezes menor que a desses países, tem um papel secundário. Destarte, dado o grau de inter-relação dos agentes econômicos para com o sistema financeiro internacional, pode-se dizer que a via da Islândia, que optou pela falência controlada de seus principais bancos, não era um caminho politica e economicamente possível para o Reino Unido e a Irlanda, países nos quais o colapso total de suas praças financeiras teria provocado um enorme agravamento da crise globalmente.

O "momento Minsky" (PALLEY, 2010) pelo qual a economia mundial passou durante a crise, com os 5 passos da Hipótese da Instabilidade Financeira (MINSKY, 1993) sumarizados por André Lourenço (LOURENÇO, 2006) tendo sido precisamente cumpridos, nos leva a questionar a possibilidade da formação de uma nova bolha de ativos e consequente posterior deflação da

mesma, no contexto dos três países estudados. Pensando em termos do "risco moral", como vimos no presente trabalho, as ações do Reino Unido e da Irlanda vieram muito mais no sentido de mitigar os efeitos da crise e evitar um – suposto – colapso sistêmico maior do que no sentido de criar bases de um novo sistema financeiro que não contenha em seu âmago os genes da geração de instabilidade. Esse tratamento apenas sintomático vai de encontro aos pilares da chamada "Globalização orientada ao desenvolvimento" proposto no relatório da Unctad (UNCTAD, 2011) e aos ensinamentos do próprio Minsky, que não se limitou ao diagnóstico da crise, mas também propôs efetivamente mecanismos para evitar que a estabilidade gere posterior instabilidade.

Nesse sentido, Minsky propôs, em seu trabalho de 1986 (MINSKY, 1986), quatro pilares fundamentais a serem observados no sentido de evitar a gênese de uma instabilidade sistêmica a partir de uma economia aparentemente estável. Esses pilares são (a) governo grande, que tenha potencial para gastar e investir em momentos de crise; (b) política de emprego, que deve buscar o pleno emprego através de incentivos à demanda ou programas de transferência de renda; (c) reforma financeira, que deve visar um banco central forte e capaz de acompanhar e limitar quando necessário a evolução dos instrumentos financeiros, com vistas a evitar a formação de bolhas; e por fim, (d) uma política industrial que busque alternativas à concentração monopolista (MINSKY, 1986).

Essas condições têm sido criadas com sucesso na Islândia, que, ao negar socorro estatal aos agentes que tomaram riscos irresponsáveis durante a criação da bolha de ativos e permitir a falência de todos os três principais bancos do país, modificou o modo de inserção do país no sistema financeiro internacional. Essa nova inserção, no que parece ser a direção que o país está tomando, não passa mais pela inclusão de maneira extrema nos fluxos internacionais de capitais. O novo sistema financeiro doméstico, criado a partir dos três bancos nacionalizados e posteriormente devolvidos a inciativa privada, agora se prestam mais a atender as necessidades domésticas de financiamento do que a se engajar em complexas engenharias financeiras sob cujas bases se constroem as bolhas especulativas.

Nesse sentido, as duas hipóteses que guiaram o presente trabalho, apresentadas na introdução, podem ser aceitas. Tais hipóteses pressupunham que:

(i) A socialização dos prejuízos dos grandes bancos e fundos, realizada através de medidas de socorro estatal a instituições privadas e medidas de austeridade derivadas desse socorro é um estímulo ao retorno ao "business as usual", e, consequentemente presta um desserviço ao objetivo social e humanitário de estabilização do capitalismo.

(ii) A via da Islândia, de não reconhecer contratos firmados em meio ao auge da bolha especulativa, em contraste com as medidas de socorro e austeridade do Reino Unido e Irlanda, foi superior tanto em termos de resultados econômicos quanto em termos da busca de um novo paradigma nas relações Estado-Mercado orientado à estabilidade e ao crescimento econômico.

No que tange a hipótese (i), a recessão que a Irlanda e o Reino Unido enfrentaram em consequências das medidas de austeridade decorrentes do socorro estatal às instituições privadas, quando consideradas sob a ótica de uma globalização orientada ao desenvolvimento (UNCTAD, 2011) não apenas foram inócuas quanto ao objetivo de evitar novas crises, mas também trouxeram danos socioeconômicos inaceitáveis. O socorro estatal, feito no sentido de evitar que o colapso de duas dentre as maiores praças financeiras do mundo (principalmente no caso do Reino Unido) espalhasse o caos pelo sistema econômico mundial, não pode, logicamente, ser a única justificativa da comprovação da hipótese. Para isso, é necessário somar o fato de que o debate acerca da regulação permanente dos mecanismos financeiros não prosperou o bastante pare que se formasse um novo paradigma nesse aspecto. Conforme Farhi, ao se referir à totalidade dos países que prestaram socorro estatal aos entes privados,

> *"(...) a imensa alavancagem do sistema financeiro foi, em boa parte, substitu*ída por um aumento da alavancagem do setor público. Contudo, à medida que, a partir do segundo trimestre de 2009, a forte recuperação dos preços dos ativos e dos lucros da maior parte das instituições financeiras fomentou a percepção dos participantes dos mercados financeiros do retorno ao "business as usual", as convicções neoliberais voltaram a se afirmar. Por um lado, aumentou o poder de barganha e de lobby dos que se opõem às reformas da supervisão e regulação financeira. Por outro lado, as atenções dos agentes dos mercados financeiros voltaram-se para os desequilíbrios fiscais e os estoques de dívida pública, em uma dinâmica perversa em que as expectativas privadas e a supremacia dos mercados transformaram uma crise financeira privada em uma crise financeira pública." (FARHI, 2012)

Destarte, no que tange a hipótese (ii), observou-se que tais problemas não foram enfrentados na mesma escala pela Islândia, que, ao optar por descontar os prejuízos da crise nos próprios agentes que a criaram, viu-se num contexto em que as possibilidades de manobra monetária, fiscal e de bem estar social eram muito mais amplas, o que permitiu não apenas uma recuperação mais rápida, mas também muito menos penosa socioeconomicamente. Todavia, não se pode esquecer, conforme afirmado anteriormente, que essa manobra seria praticamente inviável de ser realizada numa economia como a do Reino Unido, cujo colapso da praça financeira traria um impacto negativo mundial, espalhando o caos por praticamente todos os outros países e aprofundando a recessão – que, possivelmente, ganharia contornos de depressão econômica. Todavia, no caso da Islândia, a rápida recuperação que se observou é refletida também nas avaliações de perspectivas para o futuro dos países citados. A respeitada agência de avaliação de riscos Business Monitor International traça a seguinte perspectiva para a Islândia:

> *"Prevemos que a Islândia irá superar os países da zona do euro em nossa* previsão para os próximos 10 anos. Esperamos que o PIB real ultrapasse em 2014 o pico atingido em 2008 e chegue aos níveis pré-crise de renda per-capita em 2019. Existem, no entanto, riscos para essas perspectivas aparentemente benignas: os mercados na zona do euro para as exportações islandesas estão enfrentado problemas econômicos, e o aumento do Imposto sobre Valor Agregado sobre o turismo pode afetar um dos setores mais importantes da economia *islandesa."* (BMI, 2012)

Quanto as perspectivas para o Reino Unido, observa-se um otimismo bem menor.:

> *"Cinco anos após a crise financeira global, a ec*onomia do Reino Unido ainda está tão alavancada como nunca. Embora acreditemos que a alta alavancagem no setor bancário não necessariamente apresente um risco iminente, estamos preocupados com o ritmo anêmico de desalavancagem das famílias, que são a força motriz da economia. Argumenta-se que, sem uma reviravolta nos preços dos imóveis ou crescimento da renda, o Banco do Reino Unido não será capaz de elevar as taxas de juros no futuro próximo. Além disso, a economia do Reino Unido está em risco de ser preso em um ciclo de alto endividamento e baixo *crescimento."* (BMI, 2013a)

No caso da Irlanda, as previsões são ainda mais sombrias:

> *"Com o crescimento real do PIB, chegando a 0,0% no último trimestre de 2012 ,* reiteramos nosso cenário sombrio para a economia irlandesa em 2013 e 2014. Esperamos um consumo privado moderado, estagnação da demanda externa, e que o rígido programa de austeridade fiscal do governo irlandês impeça uma forte

> recuperação da economia ao longo dos próximos trimestres, com uma previsão de *crescimento real do PIB de apenas 0,8% em 2013 e 1,8% em 2014."* (BMI, 2013b)

Ainda que seja inegável a dificuldade de comparar as reações pós-crise entre economias de tamanhos e graus de integração com o sistema financeiro internacional tão distintos como é o caso dos três países, as lições deixadas pela atitude islandesa não podem ser descartadas. Ainda que se argumente a favor da impossibilidade de permitir a falência de grandes bancos em economias do porte da Irlanda e do Reino Unido, fica claro que a melhor solução para crises financeiras necessariamente passa pela blindagem, no maior grau possível, das economias dos cidadãos e das contas do governo em meio ao caos sistêmico. Essa blindagem, em meio a uma crise, só pode ser efetuada caso as duas condições colocadas por Minsky, big government e big bank (MINSKY, 1986) estejam disponíveis – isto é, um banco central forte e grande o bastante para ser o credor de ultima instância e um governo grande o bastante para que sua capacidade de gastos, como agente econômico, seja efetivamente contra cíclica numa crise.

Em todos os três países analisados, o único que chegou mais próximo a ter essas duas ferramentas quando do estouro da bolha foi o Reino Unido, que em nenhum momento chegou a ter questionada a qualidade de seus títulos públicos e fez uma austeridade fiscal auto imposta, ou seja, não decorrente diretamente do socorro aos bancos. Já os governos e os bancos centrais da Irlanda e a Islândia, quando confrontados com o gigantesco passivo bancário dos agentes do sistema financeiro, tiveram muito mais dificuldades para agir – no caso da Islândia, é possível argumentar inclusive que a falência controlada dos bancos foi, efetivamente, a única solução possível frente a possibilidade de arcar com uma dívida seis vezes superior ao próprio PIB (JONSSON, 2012)

No que tange a prevenção de novas bolhas cuja deflação traz imensos prejuízos socioeconômicos, não se conhece outro remédio que não a maior regulação dos setores financeiros. A prescrição de tal solução é praticamente uma redundância, em meio aos inúmeros economistas e órgãos governamentais e não governamentais que o tem receitado. De qualquer maneira, não parece possível o crescimento sustentável, com distribuição de renda e estabilidade social, sob as bases de um sistema econômico que aloca todo o risco de última instância ao Estado e permite, dessa maneira, que os agentes do sistema financeiro incorram, deliberadamente, em riscos altíssimos.

ANEXOS

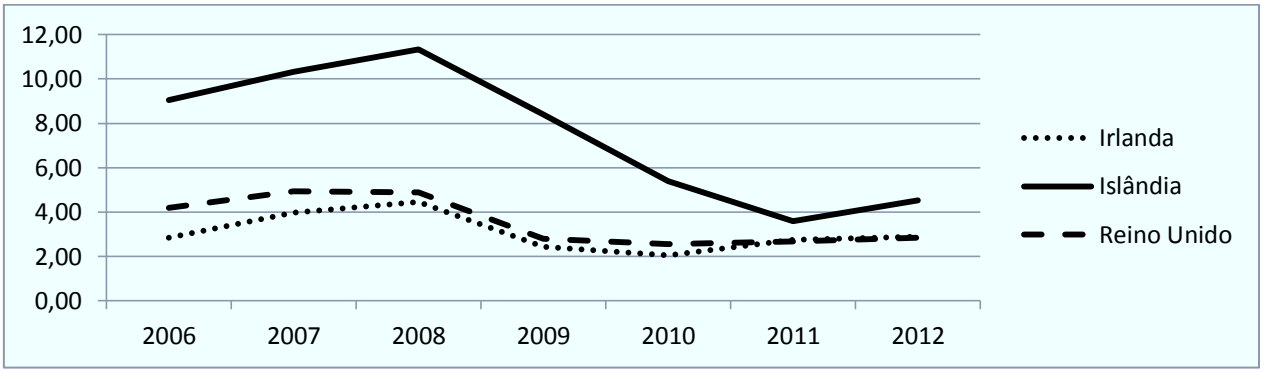
1 – Dados macroeconômicos selecionados dos países estudados (Reino Unido, Islândia e Irlanda)

Tabela 3 - Composição do PIB (%)

Ano	País	Consumo Privado (% do PIB)	Consumo do Governo (% do PIB)	Investmento Bruto (% do PIB)	Acumulo de Capitais (% do PIB)	Exportações (% do PIB)	Importações (% do PIB)	Demanda doméstica (% do PIB)
2006	Islândia	58,18	24,42	34,45	1,16	32,24	50,45	118,21
	Reino Unido	63,78	21,39	17,03	0,42	29,12	31,74	102,62
	Irlanda	47,57	14,71	27,22	0,91	79,15	69,46	90,42
2007	Islândia	57,44	24,21	28,51	0,51	34,65	45,31	110,67
	Reino Unido	63,46	20,90	17,71	0,60	26,92	29,58	102,66
	Irlanda	49,09	15,37	25,64	0,54	80,77	71,69	90,64
2008	Islândia	53,39	24,81	24,35	0,22	44,40	47,17	102,77
	Reino Unido	63,28	21,90	16,80	0,32	29,81	32,11	102,29
	Irlanda	52,62	17,05	21,94	-0,17	84,00	74,84	91,43
2009	Islândia	51,04	26,50	13,82	0,04	52,83	44,24	91,40
	Reino Unido	63,94	23,39	14,89	-0,74	28,83	30,30	101,47
	Irlanda	51,53	18,12	15,83	-0,91	90,80	74,65	84,57
2010	Islândia	51,49	25,95	12,68	-0,22	56,36	46,27	89,91
	Reino Unido	64,20	22,85	14,91	0,20	30,54	32,69	102,15
	Irlanda	51,10	15,99	10,09	0,15	104,92	82,97	77,33
2011	Islândia	51,79	25,36	14,06	0,28	59,11	50,60	91,49
	Reino Unido	64,44	22,15	14,07	0,80	32,49	34,08	101,45
	Irlanda	52,40	16,72	11,94	-0,34	100,88	82,02	80,73
2012	Islândia	53,62	25,51	14,39	0,17	59,18	52,87	93,69
	Reino Unido	65,72	22,09	14,16	0,33	31,69	34,03	102,30
	Irlanda	50,08	15,09	10,04	-0,05	108,28	84,14	75,17

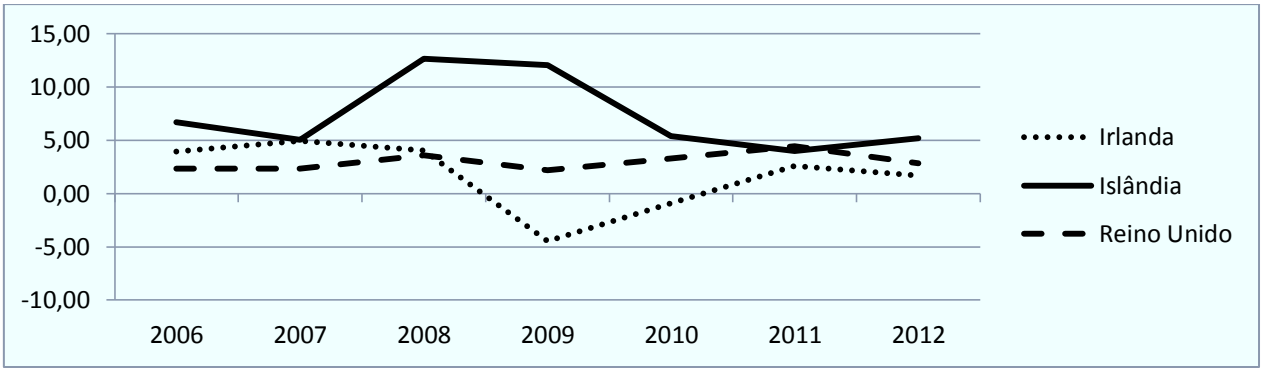
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Gráfico 5 – Taxas de Juros dos depósitos bancários (%)



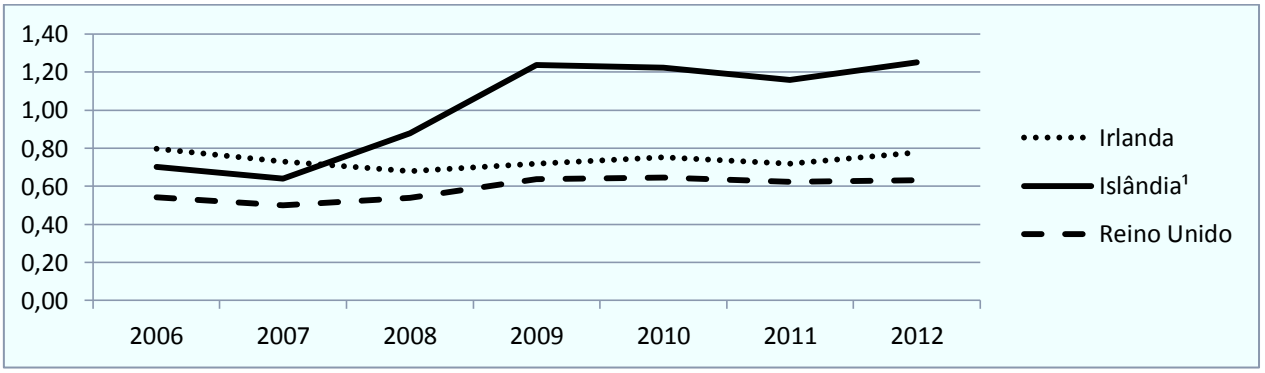
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Gráfico 6 – Inflação (Índice de Preços ao Consumidor) (%)



Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

Gráfico 7 – Evolução da Taxa de Câmbio – Moeda Local/US$



¹ Valor da taxa krona/US$ dividido por 100.
Fonte: The Economist Intelligence Unit, Annual Time Series 2013 (EIU, 2013)

REFERÊNCIAS

AGENCIA ESTADO. **Premiê da Irlanda dissolve Parlamento e convoca eleição.** São Paulo: Agência Estado. 2011. Disponível em http://ne10.uol.com.br/canal/cotidiano/internacional/noticia/2011/02/01/premie-da-irlanda-dissolve-parlamento-e-convoca-eleicao-255266.php. Acessado em 20/06/13.

BBC. **Northern Rock gets bank bail out**. Londres: The British Broadcast Company. 2007. Disponível em http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6994099.stm. Acessado em 12/06/2013.

BBC. **Spending Review 2010: Key points at-a-glance.** Londres: The British Broadcast Company. 2010. Disponível em http://www.bbc.co.uk/news/uk-politics-11569160. Acessado em 12/06/2013.

BBC. **Irish Republic's austerity plan: Key points at-a-glance.** Londres: The British Broadcast Company. 2010b. Disponível em http://www.bbc.co.uk/news/business-11831935. Acessado em 12/06/2013.

BENAMRAOUI, A. **The Real Effect of the Recent Financial Crisis on the UK Housing Price Indicators**. Westminster: University of Westminster, International Journey of Arts and Sciences. 2010.

BENEDIKTSDOTTIR,S., DANIELSSON, J, ZOEGA, G. **Lessons from a collapse of a financial system.** Yale University; London School of Economics; University of Iceland e Birkbeck College. Londres. 2011

BLOOMBERG. **U.K. Used Anti-Terrorism Law to Seize Icelandic Bank Assets.** Nova Iorque: Bloomberg L.P. 2008. Disponível em http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aXjIA5NzyM5c. Acessado em 12/06/13.

BMI. **Iceland business forecast report Q4 2012**. Londres: Business Monitor International Ltd. 2012.

_____**England business forecast report Q3 2013**. Londres: Business Monitor International Ltd. 2013a.

_____**Ireland business forecast report Q3 2013**. Londres: Business Monitor International Ltd. 2013b.

BOND VIGILANTS. **Ireland (austerity) vs Iceland (default) – who's winning?** Reino Unido: Bond Vigilants blog. 2011. Disponível em http://www.bondvigilantes.com/blog/2011/09/02/ireland-austerity-vs-iceland-default- whos-winning-and-a-twitter-update/ Acessado em 12/06/2013

CARVALHO, F. C. **Mercado, Estado e Teoria Econômica: uma breve reflexão.** Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 1999.

CNN. Q&A: **How will the UK bailout work?** Nova Iorque: Cable News Network. 2008. Disponível em http://edition.cnn.com/2008/BUSINESS/10/08/uk.bailout.questions/index.html. Acessado em 12/06/2013.

CONCEIÇÃO, D. N. **Nota Técnica Introdutória ao artigo "A Hipótese da Instabilidade Financeira".** Rio de Janeiro: OIKOS v.8 n. 2. Rio de Janeiro, 2009.

CSO. **Statistical Yearbook of Ireland 2012.** Central Statistics Office ed. 2011. Irlanda, 2012. Acessado em 29/05/2012

DEPARTMENT OF FINANCE. **Statement Of Exchequer Surplus/(Deficit) In The Period Ended 31 December 2007.** Dublin: Department of Finance. 2008.

_____ **Statement Of Exchequer Surplus/(Deficit) In The Period Ended 31 December 2008.** Dublin: Department of Finance. 2009.

_____ **Statement Of Exchequer Surplus/(Deficit) In The Period Ended 31 December 2009.** Dublin: Department of Finance. 2010.

_____ **Statement Of Exchequer Surplus/(Deficit) In The Period Ended 31 December 2010.** Dublin: Department of Finance. 2011.

_____ **Statement Of Exchequer Surplus/(Deficit) In The Period Ended 31 December 2011.** Dublin: Department of Finance. 2012

EIU. **The Economist Inteligence Unit.** Londres: Country Data – Annual Time Series. 2013. Disponível (mediante cadastro) em www.eiu.com. Acessado em 12/06/2013.

FARHI, M. **Os dilemas da política econômica no "Pós-crise"** em "As transformações do sistema financeiro internacional" v. 1 pags. 123 – 176. Brasília: IPEA. 2012.

GERLACH, S. **Ireland – from crisis to recovery.** Berlin: Deutsche Bank Research e Departments of Mathematics and Economics da Universidade de Humboldt. 2013.

GUARDIAN. **How Iceland's financial crisis unfolded.** Reino Unido: The Guardian, 2009. Disponível em http://www.guardian.co.uk/world/2009/jan/26/iceland-crisis-timeline. Acessado em 08/05/2013

GUARDIAN. **Ireland banking bailout timeline.** Reino Unido: The Guardian, 2010. Disponível em http://www.guardian.co.uk/business/2010/sep/30/ireland-banking-bailout-timeline. Acessado em 13/06/2013

GRÍMSSON, O. R. **Entrevista concedida para a rede de televisão Al-Jazeera.** Reykjavík. 2013. Disponível em http://liberalconspiracy.org/2013/02/01/watch-icelands-president-we-saved-our-economy-by-avoiding-austerity

HAYEK, F. A. von. **O Caminho da Servidão**, **5ª ed.** Rio de Janeiro: Instituto Liberal 1990.

HONOHAN, P., Walsh, B. **Catching Up with the Leaders: The Irish Hare**, Washington: Brookings Papers on Economic Activity, pags. 1-79. 2002.

FMI. **IMF Approves €22.5 Billion Loan For Ireland**. Washington: Fundo Monetário Internacional. 2010. Disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/car121610a.htm. Acessado em 12/06/2012.

IRISH TIMES. **25,000 protest against fees increase.** Dublin: The Irish Times. 2010. Disponível em http://www.irishtimes.com/news/25-000-protest-against-fees-increase-1.672194. Acessado em 12/06/2013.

JONSSON, I. **Explaining the crisis of Iceland – a realist approach.** Reino Unido: Equinox Publishing. 2012.

KELLY, M. **Whatever Happened to Ireland?** Londres: CEPR Discussion Paper número 7811. 2010.

KRUGMAN, P. **The Icelandic post-crisis miracle.** Nova Iorque: The New York Times Company. 2010. Disponível em http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/30/the-icelandic-post-crisis-miracle/ Acessado em 12/06/13

KWAYU, S. **Understanding the causes of 2007-09 'financial crisis' and the UK government's response.** Moshi: artigo publicado no blog do autor. 2013. Disponível em http://aikandekwayu.com/understanding-the-causes-of-2007-09-financial-crisis-and-the-uk-governments-response-an-essay-by-shirumisha-kwayu/. Acessado em 12/06/2013.

LANDISBANKI. **Annual Report 2007.** Islândia: Landisbanki. 2007.

LANDISBANKI. **Annual Report 2008.** Islândia: Landisbanki. 2008.

LANE, P. R. **The Irish Crisis –IIIS Discussion Paper No. 356.** Dublin: Trinity Collge Dublin and CEPR. 2011.

LANE, P.R., Milesi-Ferretti, G. M. **The Cross-Country Incidence of the Global Crisis**. Washington: IMF Economic Review. 2010.

LBI. **Financial Information as of 31.12.2012**. Islândia: LBI h.f.. 2013. Disponível em http://www.lbi.is/library/Opin-gogn/skyrslan/LBI%20Financial%20Information%20as%20of%2031.12.2012%20-%20open%20site.pdf. Acessado em 12/06/2013.

LIBERAL CONSPIRACY. **Iceland's President: we were saved by avoiding austerity.** Reino Unido: Liberal Conspiracy Blog, por Sunny Hundal. 2013. Disponível em http://liberalconspiracy.org/2013/02/01/watch-icelands-president-we-saved-our-economy-by-avoiding-austerity/ Acessado em 12/06/13

LOURENÇO, A. L. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade.** Campinas: Economia e Sociedade v. 15, n. 2 (28), p. 445-474. 2006.

MILLS, C. W. **The Power Elite.** Oxford: Oxford University Press. 1974.

MINSKY, H. P. **Stabilazing an unstable economy.** New Haven: Yale University Press. 1986

_____. **The Financial Instability Hypothesis.** Em Working Paper No. 74. Aldtershot, 1993. Disponível em www.levy.org. Acessado em 29/05/2012

NEW YORK TIMES. **In Ireland, a Picture of the High Cost of Austerity**. Nova Iorque: The New York Times Company. 2010. Disponível em http://www.nytimes.com/2010/06/29/business/global/29austerity.html?pagewanted=all&_r=0. Acessado em 12/06/2013.

OLAFSSON, S. **Increasing inequality in Iceland. The role of politics and markets. A comparative study.** Stjornmal og stjornsysla 2(2): 129–56. Reykjavik. 2006.

OLAFUR, A.; Hudson, M.; Tomasson, **G. Vulture Capitalism: Iceland's New Bank Disaster: a Dress Rehearsal for Greece and Italy?** Global Resarch, 2011. Disponível em http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=27673. Acessado em 29/05/2012

PAIS, A. **Securitization and rate setting in the UK mortgage market.** Oxford: International Review of Finance, 8(1-2), págs. 57-80. 2008.

PALLEY, T. I. **The limits of Minsky's financial instability hypothesis as an explanation of the crisis.** Londres: Monthly Review, v. 61, n. 11. 2010.

PAPADIMITROU, D. B.; Wray, L.R. **The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of capitalism and institutional reforms.** Working Paper n. 218: The Jerome Levy Economics Institute. Blithewood, 1997. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=55218. Acessado em 29/05/2012

PNUD. **Ranking do IDH 2011.** Brasil: Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento. 2011. Disponível em http://www.pnud.org.br/pobreza_desigualdade/reportagens/index.php?id01=3880&lay=pde. Acessado 29/05/2012

REUTERS. **Timeline - British actions to deal with financial crisis.** Londres: Reuters Group. 2009. Disponível em http://uk.reuters.com/article/2009/01/19/uk-financial-britain-banks-timeline-idUKTRE50I2B720090119?page%20Number=1&virtualBrandChannel=0. Acessado em 12/06/2013.

RTE NEWS. **Banking guarantee bolsters Irish Market.** Ireland: RTE Group., publicado online 30/08/2008. Disponível em http://www.rte.ie/news/2008/0930/economy.html. Acessado em 29/05/2012.

STATISTICS ICELAND. **Division of Economic Statistics.** Iceland: National Statistics Institute. 2012. Disponível em http://www.statice.is/ Acessado dia 29/05/2012.

TELEGRAPH. **Financial Crisis.** Reino Unido, 2012. Diversas notícias e dados disponíveis em http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/ Acessado em 29/05/2012

THE ECONOMIST. **Kreppanomics: how a banking crisis brought down a small economy.** Reykjavic: The Economist, 09/09/2008.

UNCTAD. **Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XIII.** Nova Iorque e Genebra: ONU. 2011.