

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RAPHAEL DUFOUR

CRISE FINANCEIRA DA ISLÂNDIA: UM ESTUDO DE CASO

CURITIBA

2015

RAPHAEL DUFOUR

## CRISE FINANCEIRA DA ISLÂNDIA: UM ESTUDO DE CASO

Artigo apresentado à disciplina Trabalho de Fim de Curso como requisito parcial à conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA

2015

**TERMO DE APROVAÇÃO**

RAPHAEL DUFOUR

**CRISE FINANCEIRA DA ISLÂNDIA: UM ESTUDO DE CASO**

Artigo apresentado como requisito parcial à obtenção do diploma do curso de Ciências Econômicas, setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Economia, UFPR

Examinador: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto  
Departamento de Economia, UFPR

Examinador: \_\_\_\_\_

Prof. Me. Francisco Adilson Gabardo  
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 04 de dezembro de 2014

## RESUMO

O presente artigo se propõe a apresentar os principais motivos que levaram a Islândia de uma nação em crescente desenvolvimento econômico e social, a enfrentar uma grave crise econômica e financeira do final de 2008. O texto aborda a cronologia dos fatos internos e externos, assim como suas consequências para a economia islandesa durante o pré-crise, os impactos da crise e as medidas adotadas para sua recuperação.

Palavras-chave: Islândia, Crise de 2008, Economia, Crise da Islândia, Crise bancária.

## **ABSTRACT**

The objective of this paper is to discuss the main reasons that led Iceland from a fast growing nation, with increasing social development, to become the biggest casualty of 2008's global financial crisis. The text presents the chronology of internal and external episodes that influenced the crisis, and also their consequences to Iceland's economy in the periods before the crisis and the recovery measures taken after the collapse.

Keywords: Iceland, 2008 Crisis, Economy, Iceland Crisis, Banking Crisis.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2 METODOLOGIA .....</b>	<b>8</b>
<b>3 ORIGENS DA ISLÂNDIA.....</b>	<b>9</b>
3.1 DESCOBRIMENTO À INDEPENDÊNCIA.....	9
3.2 MODERNIZAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO .....	10
<b>4 O PERÍODO PRÉ CRISE.....</b>	<b>13</b>
4.1 – BANCARIZAÇÃO .....	13
4.2 DESEMPENHO MACROECONÔMICO .....	17
<b>5 FATORES QUE LEVARAM À CRISE .....</b>	<b>19</b>
5.1 MODELO DE METAS DE INFLAÇÃO.....	19
5.2 SETOR BANCÁRIO SUPERDIMENSIONADO .....	21
5.3 ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS.....	23
5.4 CRISE FINANCEIRA GLOBAL .....	25
<b>6 O PERÍODO PÓS CRISE.....</b>	<b>29</b>
6.1 AJUSTE FISCAL .....	30
6.2 SALÁRIOS E CONSUMO .....	32
6.3 SUBSÍDIO DA DÍVIDA .....	33
6.4 MONITORAMENTO DO BEM-ESTAR.....	34
<b>7 CONCLUSÃO .....</b>	<b>36</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>37</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A economia islandesa entrou em colapso no início de Outubro de 2008, em resposta à crise financeira que se deflagrou após a falência do banco de investimento americano Lehman Brothers. Em poucos dias, os três maiores bancos do país faliram, o sistema de pagamentos internacional foi praticamente congelado e milhares de habitantes perderam seus empregos. A moeda, o króna, se desvalorizou fortemente, a inflação cresceu e as finanças públicas e pessoais foram devastadas. A crise que atingiu a Islândia foi a mais intensa e imediata dentre todos os países europeus.

De que forma pode um país que apresentava um forte desempenho macroeconômico, desde o início da década, em poucos dias observar tamanha deterioração em sua economia? A crise financeira que se abateu sobre o mundo mostrou as fragilidades do sistema islandês, onde havia problemas estruturais como um déficit da balança comercial muito elevado, alto nível de endividamento das famílias e um sistema bancário superdimensionado e pouco regulado. Esta combinação foi fundamental para a sequência de eventos que colocou a Islândia como primeira vítima da forte crise enfrentada em 2008, da qual também sofreram graves consequências países tais como Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda.

O presente artigo tem como objetivo demonstrar como a economia islandesa se desenvolveu, especialmente nos anos 2000, e quais os principais fatores que a levaram à crise. No capítulo 2, será apresentada a metodologia aplicada. No capítulo 3 será feita uma breve revisão histórica sobre o país, de forma a situar o leitor. No capítulo 4 será explorada a história recente da Islândia, especialmente desde o ano 2002, onde houve início de forma mais acentuada a liberalização da economia islandesa. No capítulo 5 serão apresentados os principais fatores que culminaram na derrocada dos bancos e finalmente, no capítulo 6, será demonstrado como se deu o pós-crise e quais os resultados da recuperação até o momento.

## 2 METODOLOGIA

Neste trabalho farei uma análise histórica e gráfica da evolução da economia islandesa, compreendendo principalmente o período de 2002, quando se assumiu um regime de câmbio flutuante, a 2008, quando se deflagrou a crise financeira que culminou com o colapso dos 3 maiores bancos do país e o início de uma crise econômica de grandes dimensões. Quando pertinente este período poderá ser ampliado, incluindo anos anteriores e posteriores.

De forma a demonstrar os fatores econômicos e financeiros que levaram à crise, serão analisados dados macroeconômicos, sociais, e informações do sistema financeiro, além dos impactos das políticas monetárias e fiscais do governo neste período. As tabelas, dados e informações qualitativas foram obtidas através de livros, artigos acadêmicos e relatórios de organizações como a OCDE e o Danske Bank. Os gráficos elaborados pelo autor utilizaram de estatísticas oficiais do governo da Islândia, disponíveis em seu portal na internet.

Este estudo procura fundamentalmente apresentar o cenário que se formou na Islândia, que é um país com condições particulares devido a sua dimensão, e pequena população, e como este país se tornou a primeira e possivelmente maior fatalidade da crise internacional que ocorreu em 2008 após a falência do banco americano Lehmann Brothers. Em seguida, procurarei apresentar algumas das medidas imediatas tomadas pelo novo governo em resposta a crise, e quais seus resultados já apresentados.

### 3 ORIGENS DA ISLÂNDIA

#### 3.1 DESCOBRIMENTO À INDEPENDÊNCIA

A Islândia é um país insular situado no oceano Atlântico Norte, com um território de 103 mil quilômetros quadrados e população de cerca de 320 mil habitantes, possuindo uma das menores densidades populacionais do mundo (ISLÂNDIA). O povoamento da ilha remonta ao século IX, pelos escandinavos, tendo sido governada como uma comunidade, com a fundação do *Althing*, um parlamento legislativo responsável pelas decisões políticas da sociedade islandesa, e que permanece em vigor até os dias de hoje. Por volta do ano 1.000 d.c., por pressão do rei da Noruega, a Islândia adotou o cristianismo como religião oficial, porém mantendo o direito de culto aos pagãos (JÓNSSON, 2009).

Em 1262 a Islândia se torna colônia do então Reino da Dinamarca e Noruega, e sob o domínio nórdico transforma-se em um dos países mais pobres da Europa. Problemas climáticos, principalmente erupções vulcânicas, e doenças como a Peste Negra atrapalharam o desenvolvimento islandês. Nos séculos XVII e XVIII a Dinamarca impôs restrições ao comércio, principalmente de peixes, e em 1783 a erupção do vulcão Laki causou a morte de mais da metade das espécies animais da Islândia e cerca de um quarto da população morreu de fome (ISLÂNDIA).

Com o advento das Guerras Napoleônicas, e a aliança da Dinamarca com Napoleão, a influência da Inglaterra sobre a Islândia ganhou força, principalmente devido às relações comerciais entre os dois países. Com o enfraquecimento da dominação dinamarquesa, cresce na Islândia o movimento nacionalista, que defendia a independência do país. Em 1874, o rei da Dinamarca concede à Islândia o direito de criar uma constituição própria, garantindo assim poderes legislativos e orçamentários ao *Althing* (JÓNSSON, 2009). Durante o período da Primeira Guerra Mundial, a influência britânica se acentuou, principalmente devido à importância estratégica da Islândia como entreposto comercial entre EUA e Inglaterra. O enfraquecimento da posição da Dinamarca possibilitou a Islândia o

reconhecimento como nação soberana, ainda que se mantivesse sob a tutela do Rei da Dinamarca (ISLÂNDIA).

Durante o domínio inglês e americano sobre a ilha na Segunda Guerra Mundial, e aproveitando o fato da Dinamarca estar ocupada pelas tropas nazistas, a Islândia realizou um plebiscito e decidiu unilateralmente a constituição de uma república. A herança da guerra também incluiu o fortalecimento da relação com os Estados Unidos. Em 1951 a Islândia se tornou um dos países fundadores da OTAN e permitiu o estabelecimento de uma base naval americana em seu território. O relacionamento político se converteu em fortalecimento das relações comerciais e também na influência que a cultura americana exerceu sobre os islandeses nas décadas seguintes (JÓNSSON, 2009).

### 3.2 MODERNIZAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO

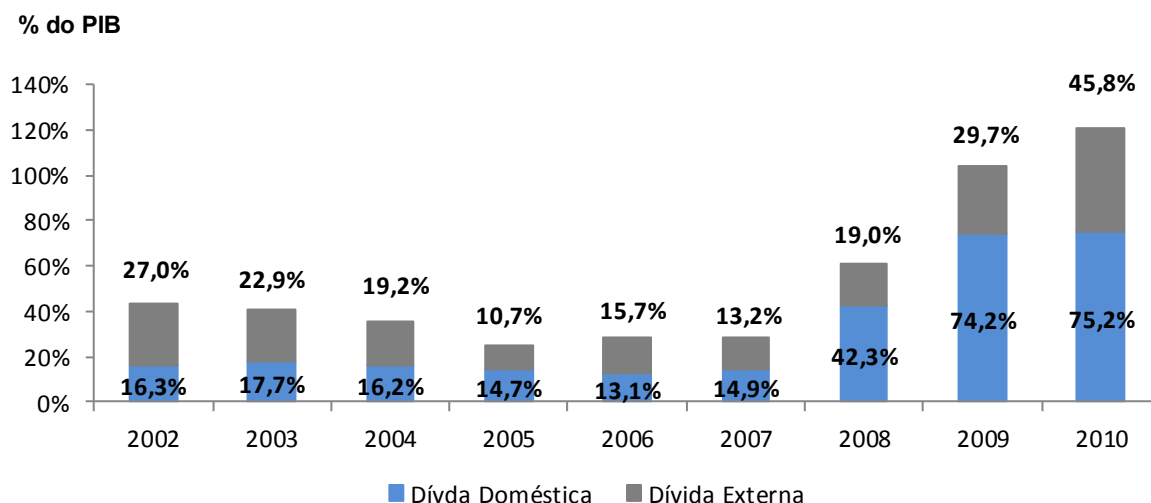
Após o final da Segunda Guerra Mundial a Islândia aproveitou um período de rápido crescimento econômico, evoluindo seu padrão de vida da parte inferior da população europeia para próximo do topo da lista (MATTHIASSON, 2008). No início do século XX, a renda per capita da Islândia era cerca de metade do valor da Dinamarca, equivalente em valores atuais a um país como Gana, em paridade do poder de compra. Nas décadas subsequentes o país reduziu a diferença, atingindo os níveis observados hoje pela Índia em 1930, China em 1960 e da Coreia já em meados de 2008, se mantendo próxima aos demais países nórdicos desde os anos 1980 até a crise de 2008 (GYLFASON, 2014).

A base para a economia islandesa durante o século XX foi primariamente a pesca, e as necessidades de consumo da população, à exceção de laticínios, carne e peixe, eram satisfeitas através de importação. O mercado de trabalho restrito e as difíceis condições climáticas e de terreno sempre impediram o desenvolvimento de um setor exportador mais diversificado (JÓNSSON, 2009). Porém, no final dos anos 1980, este modelo primário exportador começou a se esgotar uma vez que o aumento da produtividade do setor pesqueiro causou um excesso na produção, que precisou reduzir o ritmo para recuperar a população de peixes. Com isso, o preço internacional do bacalhau despencou, e a economia islandesa caiu em recessão. A

moeda, o króna, foi desvalorizada, salários congelados, e com a redução na receita de exportações a situação fiscal do país se tornou complicada.

Neste cenário, iniciou-se um processo de liberalização da economia da Islândia, que se consolidou com a entrada na União Europeia em 1994, e a saída de um modelo de câmbio fixo e adoção de um modelo de câmbio flutuante e regime de metas de inflação (MATTHIASSON, 2008). Neste momento a Islândia estimulou também o turismo no país. Os impostos foram reduzidos, principalmente para empresas, e o governo foi capaz de conciliar estímulo fiscal e superávits fiscais. Os novos fluxos financeiros permitiram ao governo praticamente quitar a dívida externa do país, até 2005 (Figura 1). A produção de energia também passou por reformas, sendo a energia geotermal e a energia elétrica gerada através da água de glaciares as duas principais fontes renováveis. O governo investiu em novas plantas, com o intuito de atrair capital estrangeiro e estimular a geração de empregos no país. Neste contexto, investiu em fundições de alumínio, desde os anos 1960, sendo ao final do século XX responsável por cerca de 4% da produção mundial deste material (JÓNSSON, 2009).

FIGURA 1 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA



FONTE: MACHADO (2010; p. 32). Modificado pelo autor (2015).

Até os anos 1980, o setor financeiro islandês era controlado pelo estado, com os três principais bancos sendo controlados pelo governo. Como parte das reformas liberais instituídas e da adaptação da regulação bancária com a entrada na União Europeia, a partir dos anos 1990 o mercado financeiro da Islândia passou por

drásticas transformações. Entre 1990 e 2003, os três maiores bancos do país foram privatizados, passando para as mãos de investidores locais (CAREY, 2009). O objetivo do governo com a privatização era de melhorar a alocação de capital na economia islandesa e reduzir as margens financeiras dos empréstimos, melhorando as condições de poupança para a população e estimulando a produção de bens e serviços através de financiamentos mais baratos (MATTHIASSON, 2008).

## 4 O PERÍODO PRÉ CRISE

### 4.1 – BANCARIZAÇÃO

A maior parte do acesso aos mercados financeiros internacionais foi restrita à Islândia após a separação da Dinamarca em 1918. Com a Grande Depressão nos anos 1930, os bancos se viram suportando uma moeda supervalorizada enquanto as receitas de exportação caíam. O *Islandsbanki*, um banco com capital predominantemente dinamarquês e que possuía poderes de emissão de moeda teve problemas financeiros uma vez que empresas islandesas tiveram problemas, e o excesso de dinheiro emitido causou uma hiperinflação no país. Após extenso debate, o governo da Islândia resolveu nacionalizar o banco, sob outra nomenclatura, assumindo o controle e transformando as dívidas externas da instituição em capital, porém sem direito a participação na gestão do banco. Este movimento consolidou o sistema financeiro do país sob o controle do Estado, com participação da iniciativa privada apenas através de pequenos fundos e corretoras. Durante cerca de 60 anos o sistema financeiro islandês foi controlado pelos interesses políticos e pouco foi feito em termos de internacionalização e desenvolvimento de práticas de mercado em conformidade com o restante do mundo. Somente no final dos anos 1980, os três maiores bancos privados do país se fundiram, resgatando o nome de *Islandsbanki* e restabelecendo competição no mercado de crédito local (JÓNSSON, 2009).

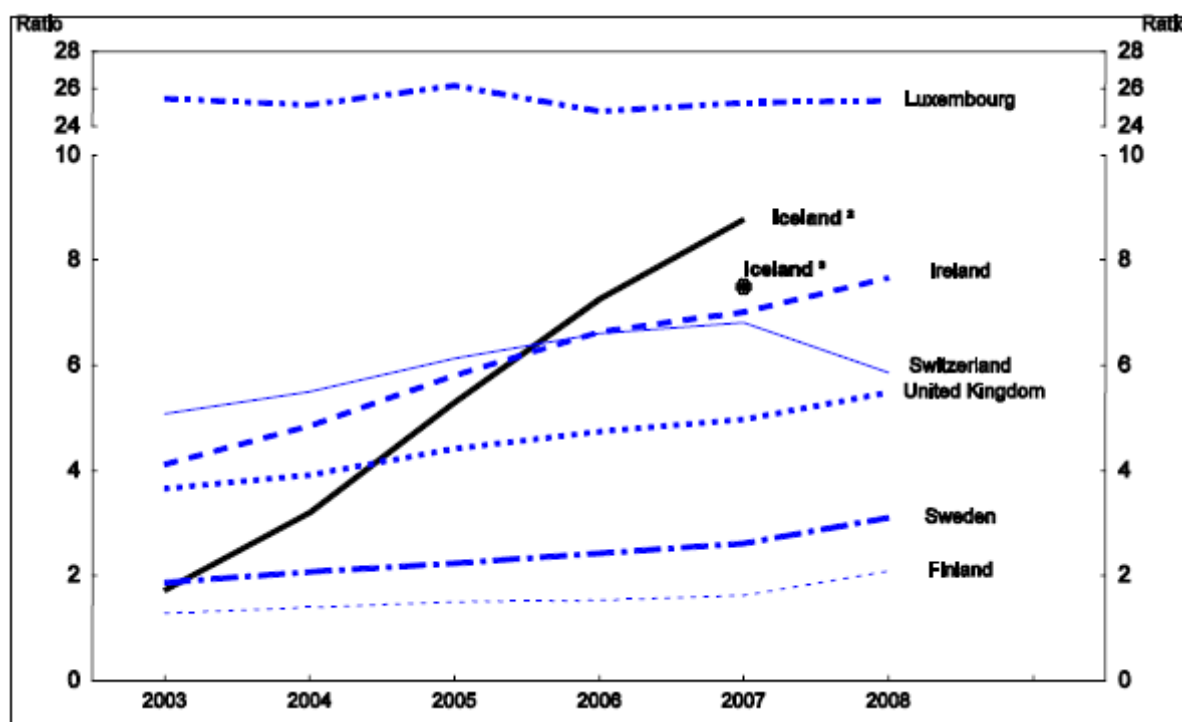
Havia quatro entidades operando no varejo bancário na Islândia no início dos anos 1990: Bunadarbanki e Landsbanki, que eram bancos públicos, Islandsbanki, um banco privado, e uma rede de pequenos bancos de depósitos e empréstimos. A influência dos bancos estatais era limitada pela ausência de capitais, e todos os bancos do país sofreram severas perdas com a queda no preço do bacalhau em 1989, inclusive com o governo comprando dívidas podres de empresas pesqueiras. Em 1993 o Landsbanki precisou pela primeira vez de uma injeção de capital adicional do governo, porém somente em 1998 houve a privatização parcial do sistema bancário islandês, com a captação de recursos na bolsa de valores. O

governo decidiu então, em 2002, abrir um processo de propostas pelo Landsbanki e Bunadarbanki, concluindo assim a privatização dos bancos.

Em paralelo, o Kaupthing, um fundo formado em meados dos anos 1980 por um grupo de investidores, assumiu papel fundamental na expansão do sistema bancário, tendo sido pioneiro na captação de recursos no exterior e de fundos de investimento após a liberalização das taxas de juros no país. Foi também o primeiro banco islandês com operações na Europa continental, com o primeiro escritório aberto em Luxemburgo em 1998, o que iniciou o processo de expansão internacional dos bancos da Islândia (JÓNSSON, 2009).

A liberalização da economia islandesa somada ao cenário otimista nos mercados internacionais proporcionou aos recém-criados bancos uma oportunidade de expandir suas operações rapidamente. Os ativos consolidados dos três principais bancos, Kaupthing, Glitnir (antigo Islandsbanki) e Landsbanki, cresceram de cerca de 170% do PIB no final de 2003 para 880% do PIB ao fim de 2007 (Figura 2), acima da proporção de países altamente bancarizados como a Suíça, porém abaixo de Luxemburgo, por exemplo (CAREY, 2009).

FIGURA 2 – ATIVOS BANCÁRIOS/PIB



FONTE: CAREY, D (2009, p. 7).

A privatização dos principais bancos nacionais de varejo não significou a saída do estado do mercado de crédito. Financiamentos estudantis continuaram sendo função do estado na Islândia. Empréstimos imobiliários também são gerenciados pelo governo, pelo Fundo Islandês de Financiamento de Habitação (HFF). Os empréstimos concedidos são indexados à taxa de juros e o prazo varia de 25 a 40 anos, com a entrada mínima de 20% do valor do bem financiado. Com isso, os bancos privados de varejo tinham a possibilidade de entregar financiamento adicional a taxas mais altas. Porém, por decisão do governo, a entrada mínima foi reduzida a 10%, reduzindo as possibilidades no mercado de financiamentos pessoais. Essa redução, somada à necessidade de expansão de seus balanços pelos bancos privados, culminou na entrada destes bancos no mercado de financiamento de habitação, competindo com o HFF, já em 2004 (MATTHIASSON, 2008). A maior oferta de crédito gerou um aumento no preço dos imóveis pelo país, e uma necessidade maior de fundos para financiar a expansão por parte dos bancos privados.

Sob este cenário, os bancos islandeses aproveitaram a vasta oferta de financiamento nos mercados financeiros internacionais para financiar seus balanços. Ademais, o elevado *rating* de crédito concedido ao país e seus bancos pelas principais agências internacionais tornavam esses mercados facilmente acessíveis e baratos. Essa facilidade fez com que os bancos operassem com níveis de alavancagem elevados em relação à sua base de depósitos, o que torna o balanço mais volátil e suscetível a oscilações nos mercados internacionais (CAREY, 2009). Uma alternativa para minimizar este risco foi a criação de contas de depósitos pela internet para clientes baseados fora da Islândia, notadamente no Reino Unido e posteriormente na Dinamarca, Alemanha e Holanda. O primeiro e mais relevante destes sistemas de depósito foi o *Icesave*, o qual oferecia depósitos a taxas atraentes para clientes europeus, predominantemente no Reino Unido.

Porém estas ações não impediram o que foi o maior problema dos bancos islandeses durante a crise de 2008, a alta exposição de seus balanços em moeda estrangeira. Um importante elemento da estratégia de expansão dos bancos foi a de captar nos mercados internacionais e emprestar para empresas locais que buscavam expansão via aquisição de parcelas de empresas locais e estrangeiras. Os efeitos desta ação ficam evidentes quando se observa a posição externa de capitais da Islândia. A dívida externa líquida cresceu 142% do PIB nos quatro anos

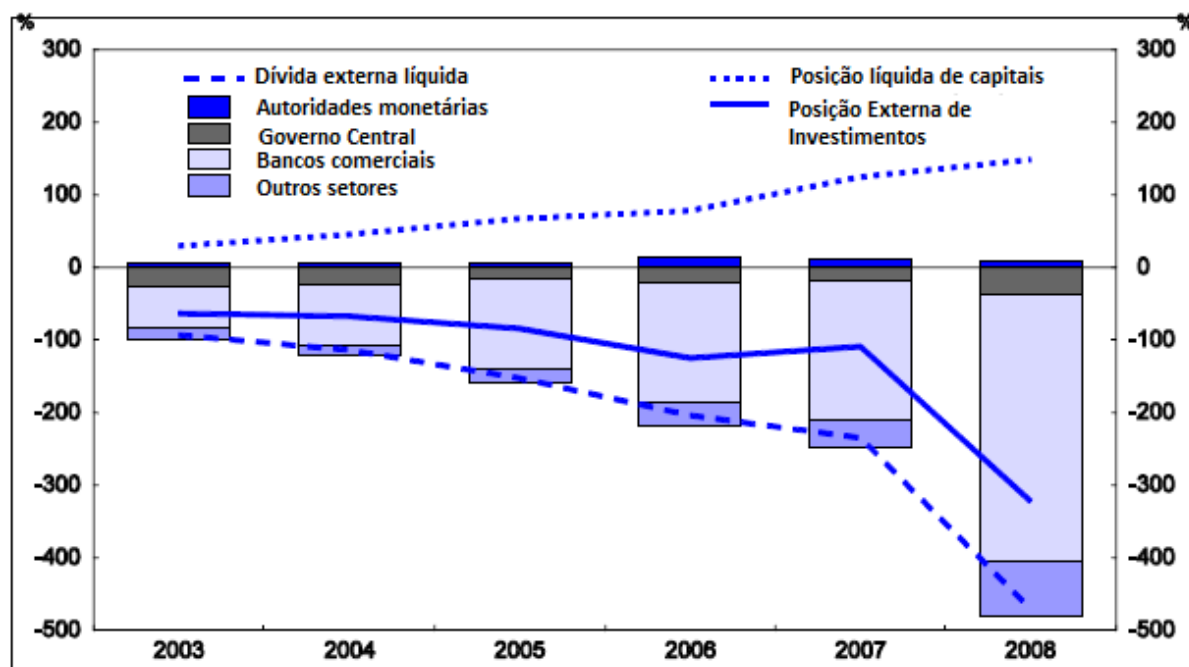
anteriores a 2007, enquanto os ativos externos cresceram 99% do PIB (Tabela 1), puxados principalmente pela expansão de empresas não financeiras. Ou seja, indiretamente os bancos estavam expostos a um risco de mercado de capitais global, uma vez que estavam financiando empresas nacionais altamente alavancadas em ativos de empresas internacionais. No caso de um colapso das bolsas de valores globais, as empresas poderiam vir a ficar insolventes, resultando em perdas de crédito para os bancos.

TABELA 1 - POSIÇÃO EXTERNA DE CAPITAIS

Em % do PIB	2003	2007	Varição
Posse de capital externo por Islandeses	43	214	171
<i>dos quais:</i>			
Bancos de depósito	2	23	21
Outras instituições financeiras	17	27	10
Empresas não financeiras	24	164	140
Capital na Islândia de não residentes	12	85	72
Posição Externa Líquida de capitais	31	129	99

FONTE: CAREY, D. (2009), modificado pelo autor (2015).

FIGURA 3 – POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS (COMO % DO PIB)



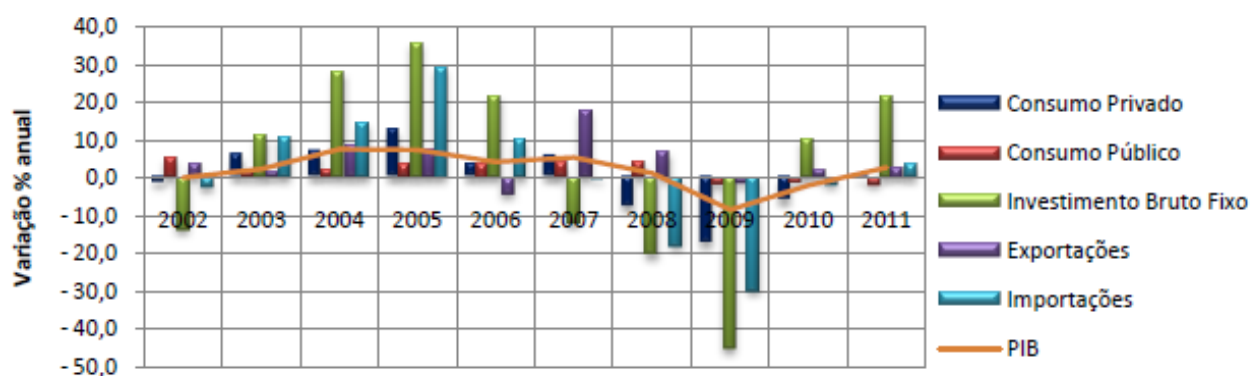
FONTE: CAREY, D (2009), modificado pelo autor (2015).

## 4.2 DESEMPENHO MACROECONÔMICO

No período pré-crise, que engloba os anos 2002 a 2007, a Islândia viveu um período de prosperidade sem precedentes na história do país. O PIB cresceu em média mais de 4% ao ano no período, passando de 816 bilhões de ISK para 1,5 trilhões em 2008. O PIB per capita era superior ao dos Estados Unidos e a população islandesa estava entre as mais felizes do mundo (MACHADO, 2010).

Tal crescimento foi fomentado principalmente pelos altos investimentos nos setores de energia, aviação e nas fundições de alumínio. Neste horizonte de tempo os investimentos fixos brutos cresceram em média 7% ao ano. O investimento do governo aumentou em torno de 55%, representando entre 2002 e 2008 cerca de 15% do investimento total do país. Este ritmo, porém, foi interrompido após a crise de 2008, devido às dificuldades de financiamento encontradas com a derrocada do sistema financeiro da Islândia. No mesmo período, o consumo privado cresceu em torno de 40%, incentivado pelas políticas liberais e pelas reduções de impostos, além da maior facilidade de acesso a crédito junto aos bancos islandeses. Outro fator importante é a valorização do króna ao longo do período, o que se refletiu em um forte crescimento das importações, atingindo quase 30% em 2005, porém sem o mesmo movimento nas exportações (Figura 4).

FIGURA 4 – AGREGADOS DO PIB



FONTE: MACHADO (2010, p. 20).

O cenário de investimentos e consumo elevado levou a Islândia de um déficit de conta corrente na casa dos 5% do PIB em 2003, para 25% em 2006. Embora

parte deste déficit seja explicada pelos enormes investimentos em energia e na produção de alumínio, o déficit comercial do país, estava acima de 10% do PIB em 2005 (CAREY, 2009), um dos mais elevados do mundo.

O aquecimento da economia proporcionou níveis de desemprego atingindo menos de 2% da população em 2006. Os salários cresceram em ritmo acelerado e a inflação ultrapassou o teto da meta fixada pelo banco central islandês, de 4% ao ano, ao longo de 2005, após atingir a meta estabelecida pela primeira vez desde sua adoção no ano de 2003. A moeda islandesa valorizou mais de 20% em termos reais entre 2004 e 2006, o que considerando que as importações representavam mais de 45% do PIB da Islândia, contribuía para segurar a inflação. Mesmo assim havia pressão inflacionária, a qual levou o banco central a elevar bruscamente as taxas de juros, para mais de 10% ao ano (DANSKE BANK, 2006).

O superávit fiscal do governo central islandês cresceu 8% entre 2003 e 2007, atingindo quase 6% do PIB. A grande maioria do crescimento foi devido a maior arrecadação. Impostos sobre propriedade privada, impostos indiretos e impostos sobre corporações se elevaram, mesmo considerando que a Islândia apresentava à época uma das menores alíquotas de impostos para corporações na OCDE. No lado da despesa, redução de custos de pessoal e diminuição de gastos com benefícios sociais contribuíram para o aumento no superávit. Durante este período o governo praticamente quitou a sua dívida externa. Porém, apesar dos resultados, críticos argumentam que o resultado poderia ter sido mais positivo, e o governo poderia ter acumulado mais reservas, uma vez que em 2007 foram aplicadas medidas de redução de impostos, o que favoreceu o cenário já aquecido de consumo e o déficit na conta corrente da Islândia.

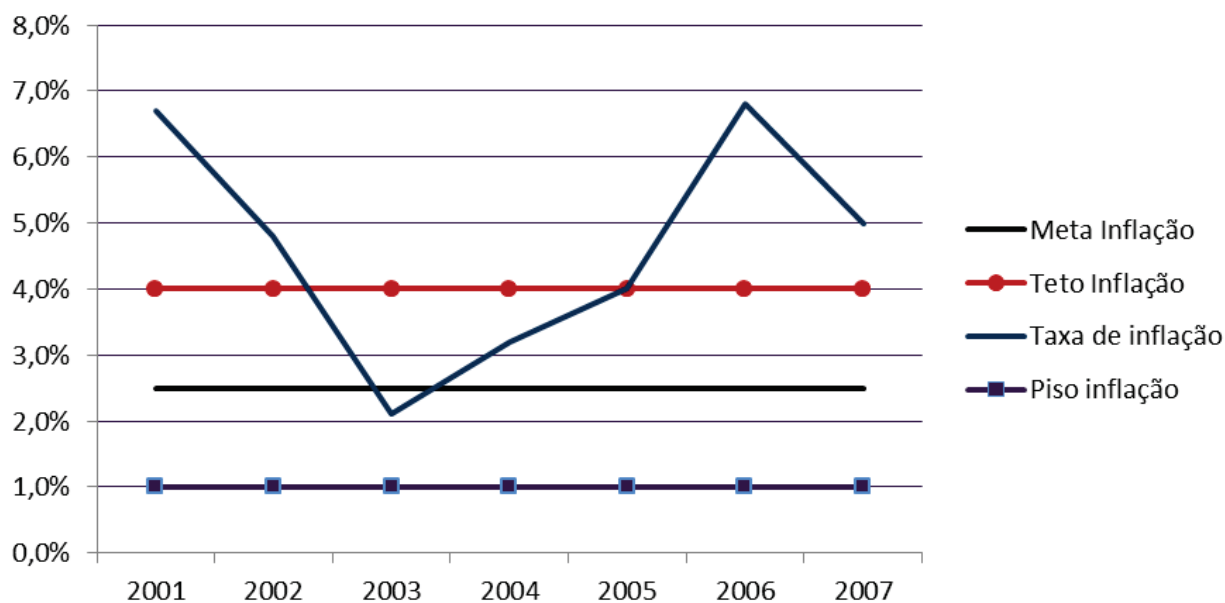
## 5 FATORES QUE LEVARAM À CRISE

### 5.1 MODELO DE METAS DE INFLAÇÃO

Uma das principais mudanças, que iniciou a trajetória de crescimento da Islândia que posteriormente a levaria à crise de 2008 foi a adoção de um modelo de metas de inflação. Em 1990 a Islândia se uniu à Área Econômica Europeia (EEA) juntamente com outros países membros da Associação Europeia de Livre Comércio (EFTA). Um dos requerimentos a ser atendido pela Islândia foi abandonar as restrições ao fluxo de capital interno e externo no país. As reformas instituídas no final da década de 1980 abriram caminho para a indexação do króna islandês a uma cesta de moedas, porém, este sistema não funcionou bem e foi substituído por um regime de câmbio flutuante atrelado a um modelo de metas de inflação no ano de 2001 (MATTHIASSON, 2008). A meta foi definida em 2,5% de inflação ao ano, com um limite superior de 4% e um limite inferior de 1% ao ano.

Durante o período em que este modelo esteve em vigor, a inflação manteve-se em patamares elevados, geralmente acima do teto da meta estipulada pelo governo (Figura 5). Como resposta, o banco central atuou na política monetária e elevou a taxa de juros básica. De 2002 até 2008, a taxa de juros saiu de um patamar de 6,5% ao ano para em torno de 18% ao ano (MACHADO, 2010), se tornando uma taxa altamente atrativa nos mercados internacionais, especialmente se tratando de uma economia que apresentava elevados *ratings* de crédito concedidos pelas agências internacionais.

FIGURA 5 –TAXA DE INFLAÇÃO



FONTE: o Autor (2015), dados do Iceland Statistics.

Em uma economia de pequenas proporções como a Islândia, a manutenção da taxa de juros em patamares elevados estimula as empresas locais e as famílias a procurarem opções de financiamento mais baratas no exterior, assim como atrai capital especulativo. O resultado foi um aumento na entrada de moeda estrangeira, o que levou a uma forte valorização da moeda islandesa, gerando uma ilusão de riqueza à população e incentivando os investidores. Os fluxos monetários para a Islândia estimularam a economia, portanto fortalecendo a pressão nos preços, o que induzia o banco central a aumentar a taxa de juros ainda mais. O resultado foi a formação de uma bolha inflacionária criada pela combinação destes três fatores: altas taxa de juros, sobrevalorização da moeda e constantes fluxos de capitais (DANIELSSON, 2008).

As causas para o não funcionamento do modelo de metas de inflação na Islândia não são claras. Uma possível razão parece ser o fato de que os fluxos financeiros advindos do exterior se tornaram uma parcela importante da economia local, tornando o comportamento da króna muito dependente das condições monetárias internacionais. Diante desse potencial risco de desvalorização cambial abrupta, caberia ao banco central e ao governo trabalharem a política fiscal e acumular reservas que permitissem o controle do valor do câmbio em cenários de choques externos. Adicionalmente, a governança aplicada no Banco Central e em

outros órgãos da gestão financeira do país são questionadas por alguns autores. Danielsson (2008) afirma que a influência política pode ter afetado a capacidade de resposta das instituições islandesas, principalmente do banco central, à crise. Geralmente a gestão do banco central era exercida por um político indicado pelo governo, o que levanta dúvidas acerca da independência da política monetária e da capacidade de se conduzir um sistema de metas de inflação.

## 5.2 SETOR BANCÁRIO SUPERDIMENSIONADO

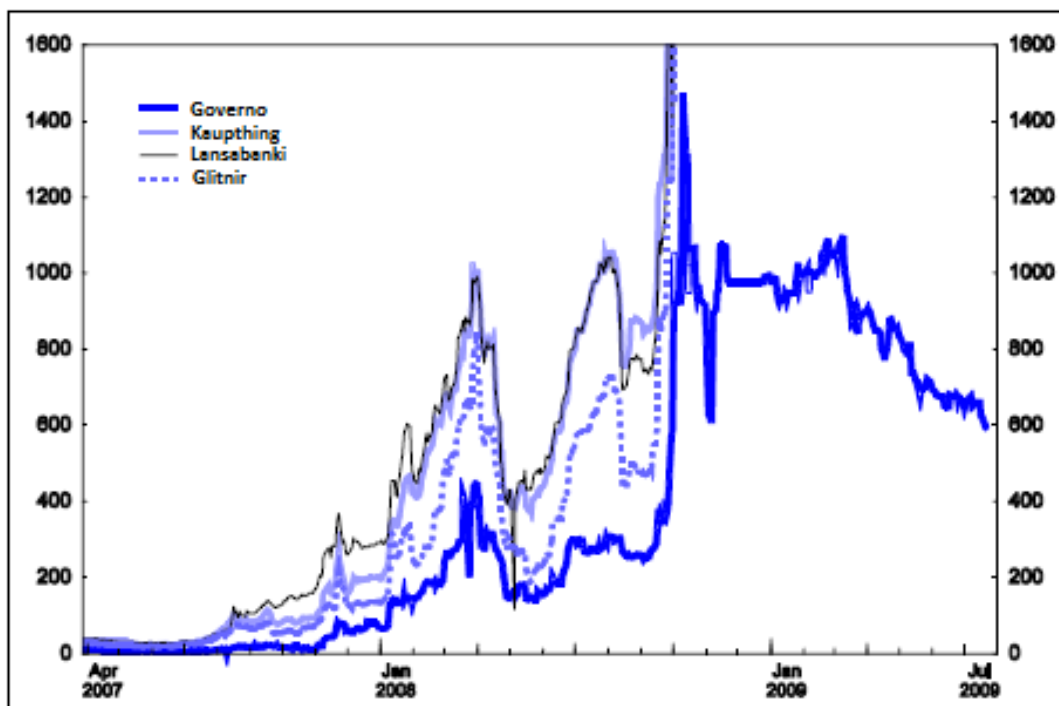
Conforme comentado no capítulo 3, após as privatizações concluídas no início dos anos 2000, os bancos islandeses partiram para uma estratégia agressiva de expansão de seus ativos, atingindo em torno de 10 vezes o tamanho do PIB da Islândia. Este crescimento, porém, foi obtido através de dívidas em moedas estrangeiras, que eram acessíveis a preços relativamente baixos para os bancos islandeses e destinados a empréstimos para empresas locais, para financiamento de produção, mas também, para investimento em aquisição de capitais em empresas estrangeiras. Os três maiores bancos mantinham, no período pré-crise, altas exposições a empresas alavancadas cuja atividade principal era o investimento em capital de risco e especulação. Ademais, clientes com grandes exposições muitas vezes possuíam financiamentos com mais de um grande banco, gerando um risco sistêmico em caso de *default*.

Os ativos do sistema financeiro islandês, apesar de considerados de boa qualidade, possuíam vencimentos mais longos se comparados aos passivos, e muitos deles não eram líquidos. Sendo assim, os bancos enfrentavam um risco de uma corrida aos seus depósitos. Caso isto ocorresse, não havia um prestador de última instância capaz de resgatar algum dos grandes bancos (DANIELSSON, 2008). Como uma corrida não pode ser evitada por nenhuma instituição financeira, suporte externo é muitas vezes necessário, em muitos sistemas mais diversificados uma corrida a um banco pode ser contida através de suporte de outras instituições via linhas de crédito emergenciais. Porém, quando um sistema é composto por poucas instituições, de dimensões consideráveis e altamente interconectadas, esta saída pode não ser possível. Esse é o caso da Islândia, onde existiam apenas três

bancos relevantes internacionalmente, Landsbanki, Glitnir e Kaupthing, e uma vez que a liquidez destes bancos foi impactada pelo momento dos mercados financeiros globais, não existia uma entidade capaz de atuar como instituição garantidora de liquidez em última instância (BUTLER, 2008).

Os problemas iniciaram para os bancos islandeses logo em meados de 2007 com o início da crise financeira global. Havia preocupações acerca da complexa estrutura acionária destes bancos e do risco de contágio devido às altas exposições, interconexão, e pelo fato da supervisão bancária na Islândia ser menos efetiva do que em outros países membros da União Europeia, e também pela dependência destas instituições aos mercados financeiros para obtenção de fundos em um momento em que os mercados estavam receosos. Isto somado a incerteza quanto à capacidade do governo islandês de resgatar os bancos, se necessário, fez com que o indicador de risco de *default* de uma entidade, o CDS (*Credit Default Swap*), aumentasse entre 2 e 3 pontos percentuais ao final do ano, mais do que a média dos bancos europeus e americanos (Figura 6). Independente do aumento no custo de captação, o segundo semestre de 2007 apresentou ainda um crescimento na carteira de empréstimos em moeda estrangeira (CAREY, 2009). Na mesma época, a autoridade financeira do Reino Unido, o FSA, demonstrava preocupação sobre os valores de cidadãos britânicos depositados no *Icesave*, que era a filial do Landsbanki na Inglaterra, responsável por captar depósitos fora da Islândia. O FSA alertou o Landsbanki em fevereiro de 2008 sobre sua insegurança acerca da liquidez dos depósitos e requisitou ao banco que transferisse fundos para subsidiárias localizadas no Reino Unido. Desta maneira a supervisão de tais valores caberia à entidade britânica e a garantia sobre os depósitos recairia sobre o governo do Reino Unido. Os depósitos nunca foram realizados, pois o Landsbanki não tinha condições de transferir o dinheiro de sua matriz para a subsidiária britânica sem quebrar cláusulas contratuais, e também por ser incapaz de prover as pesadas garantias exigidas pelo FSA sobre os depósitos.

FIGURA 6 – CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS)



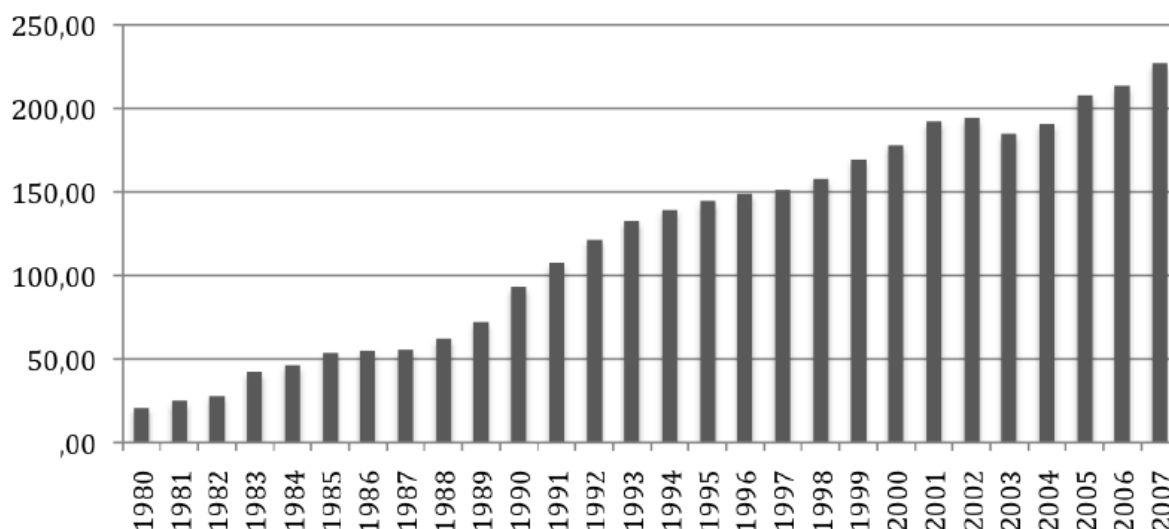
FONTE: CAREY (2009, p.33). Modificando pelo autor (2015).

### 5.3 ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

A figura 6 apresenta a evolução do endividamento das famílias na Islândia desde os anos 1980 até o pré-crise em 2007. Observe que o nível aumenta dramaticamente após 1990, o que coincide com a redução da inflação em linha com as transformações na economia iniciadas neste período e liberalização do sistema financeiro. É notável que as famílias aumentaram o endividamento ao mesmo tempo em que a renda estava em crescimento, porém houve pouco incentivo à poupança (MATTHIASSON, 2008).

O alto crescimento na oferta de crédito gerou um estouro nos preços de ativos de maneira geral, a bolsa de valores islandesa apresentou crescimento no seu índice de capitalização de 390% nos quatro anos que antecederam 2007 (CAREY, 2009), saindo de dois terços do PIB para 250% do mesmo, denotando a possibilidade de formação de uma bolha.

FIGURA 7 – ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS EM FUNÇÃO DA RENDA DISPONÍVEL



FONTE: MATTHIASSEN (2008, p.9)

Outro fator determinante para a situação que se formou foi o crescimento acentuado no preço dos imóveis. O preço real das residências subiu 89% entre o início de 2000 e o final de 2007, quando atingiu seu pico. O aumento foi particularmente acentuado a partir de 2003 com a entrada agressiva dos bancos privados no mercado de hipotecas.

O desenvolvimento do mercado imobiliário deve ser comparado à dívida das famílias por duas razões, primeiro, gastos com hipoteca são parte significativa da dívida privada. Porém, a elevação no valor dos imóveis foi um fator fundamental para o incremento na capacidade de endividamento da população. O financiador estatal, o HFF, se recusava a emprestar em casos em que o propósito não era a aquisição de moradia. Porém, a estratégia dos bancos privados estimulava a realização de um segundo empréstimo vinculado à residência como colateral, o que permitiu uma alavancagem maior pelas famílias.

Outro fator importante é a indexação dos contratos de crédito imobiliário, que eram predominantemente atrelados à taxa de inflação. Considerando que as hipotecas representavam a maior parte da dívida, cerca de 165% da renda disponível, em 2006 (DANSKE BANK, 2006), as famílias estavam altamente expostas às variações no nível de preços. Em uma economia de pequenas proporções e aberta como a Islândia, a inflação é altamente correlacionada com desvalorizações da moeda, neste caso a desvalorização do króna ocorrida durante a

crise contribuiria bastante para o comprometimento ainda maior da renda da população islandesa.

#### 5.4 CRISE FINANCEIRA GLOBAL

A crise financeira global se agravou muito nos início de 2008, com a falência do banco de investimentos norte-americano Bear Sterns em março, o qual foi resgatado pelo JP Morgan através de financiamentos do governo dos Estados Unidos. Neste período o CDS dos bancos islandeses disparou, atingindo entre 800 e 1000 pontos base ao final de março. Como o perfil de vencimento da dívida dos bancos era bastante concentrado no horizonte 2009-2011, e com o Glitnir inclusive possuindo um grande título a vencer em outubro de 2008, o risco de rolagem da dívida se tornou bastante eminente (CAREY, 2009).

Os bancos então recorreram ao Banco Central Islandês e ao Banco Central Europeu em busca de fundos. A entidade europeia já havia manifestado preocupação com as grandes quantidades de financiamento que o setor financeiro da Islândia havia obtido junto ao Banco Central de Luxemburgo, e principalmente em relação à qualidade das garantias envolvidas. Uma parcela significativa das garantias oferecidas consistia em recebíveis atrelados a outros bancos do sistema financeiro islandês. Na frente local, a mesma prática era aplicada, e o sistema mostrava um grande risco de contágio caso uma das instituições apresentasse dificuldades de honrar seus compromissos. A entidade de controle do sistema financeiro do Reino Unido, o FSA, estava se mostrando preocupada com o grande volume de depósitos de clientes ingleses nos bancos da Islândia, através do Icesave, a agência britânica do Landsbanki. Após discussões entre o regulador e o banco, foi criado um plano para se transferir as contas do Icesave para uma entidade sob a supervisão do FSA, alterando a responsabilidade de garantia dos depósitos da Islândia, para o Reino Unido. (JÓNSSON, 2009).

Após o resgate do Bear Sterns e a diminuição da tensão existente nos mercados internacionais, o CDS dos bancos reduziu significativamente, porém permaneceu alto. O susto causado pela rápida crise chamou a atenção de autoridades islandesas, e o parlamento aprovou uma lei que permitia ao governo

pegar emprestado 500 bilhões de krónas para melhorar as reservas do Banco Central Islandês, porém, devido ao custo de tal operação dado o aumento no CDS do governo, que estava em torno de 200 a 300 pontos base, a operação não se concretizou plenamente.

Em setembro uma nova crise assolou o mercado global após a falência do Lehman Brothers, e a deterioração nos mercados foi a mais intensa desde a crise de 1929. O Glitnir, que havia planejado vender uma de suas subsidiárias para obter liquidez para arcar com o repagamento de dívida em outubro, não conseguiu concluir o negócio e sem alternativas de financiamento dada a ausência de liquidez global, estava enfrentando o risco de calote. O banco requisitou ajuda do governo islandês, o qual concordou em pagar 600 milhões de euros por uma fatia de 75% na instituição. Com esse movimento as ações do Glitnir despencaram, ocasionando grandes perdas também para o Landsbanki, que anteriormente havia aceitado ações do Glitnir como colateral em empréstimos concedidos aos proprietários do banco (CAREY, 2009).

Após o deflagrar da crise, o FSA estava muito preocupado com as contas do Icesave, as quais estavam sofrendo com alto nível de depósitos. No início de outubro, requereu o depósito de 200 milhões de libras para uma conta do Banco da Inglaterra, para cobrir possíveis saídas futuras. Neste momento, o Banco Central Europeu solicitou depósitos para cobrir o valor das garantias dos empréstimos realizados junto ao Banco Central de Luxemburgo. Com a deterioração observada, o Landsbanki solicitou um empréstimo de 200 milhões de libras ao governo islandês, porém sem sucesso. Entretanto, o governo anunciou um crédito de 500 milhões de euros ao Kaupthing, uma vez que considerava que este banco possuía maior capacidade de oferecer garantias e era a instituição com melhores chances de sobreviver à crise (JÓNSSON, 2009).

No dia 6 de outubro de 2008, o parlamento islandês aprovou a intervenção do FME, a autoridade de supervisão bancária do país, sobre as operações dos bancos e a tomada do controle das instituições. Logo em seguida, o Landsbanki e o Glitnir passaram a ser controlados pelo governo. Pouco depois, o FSA, do Reino Unido, colocou a subsidiária britânica do Kaupthing, a Kaupthing Singer Friedlander, sob seu controle. Esse movimento impediu o acesso do banco a seus recursos na Inglaterra, o que ocasionou na sua também tomada de controle pelo FME. Em cerca de uma semana os três maiores bancos da Islândia, correspondendo por 85% do

sistema financeiro havia falido (JÓNSSON, 2009). O governo separou os bancos entre novos bancos, aqueles que assumiriam a responsabilidade sobre os depósitos e empréstimos originados nacionalmente, e os velhos bancos, que manteriam os demais ativos, a fim de liquidá-los. O objetivo principal de tal medida era manter um sistema de pagamentos e de crédito em atividade no país, o que ocorreu. Os novos bancos ficaram responsáveis por compensar os velhos bancos por quaisquer desbalanceamentos entre ativos e passivos e o governo foi responsável por recapitalizar as novas instituições.

O esforço de recuperação do sistema bancário custou caro ao governo e a dívida pública cresceu em cerca de 13% do PIB como resultado direto do auxílio aos bancos. Neste momento também foi realizada a desvalorização de ativos, principalmente empréstimos do banco central via janelas de redesconto, os quais, como já citado, possuíam garantias frágeis. O governo central também contabilizou perdas de cerca de 17 bilhões de krónas em empréstimos para os bancos e recursos adicionais foram necessários para cobrir as garantias de depósito solicitadas pelo Reino Unido e Holanda sobre as contas do Icesave, os quais foram emprestados após acordo entre as três partes em junho de 2009. O valor do crédito foi de 630 bilhões de krónas (US\$ 4,95 bi) e foi condicionado à taxa de recuperação destes valores. O banco central islandês, considerando uma taxa de 75%, estimou o valor presente do empréstimo à data de concessão em 240 bilhões de krónas, o que representava 17% do PIB em 2009 (DANIELSSON, 2008).

No decorrer da crise, o governo da Islândia recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI) em busca de um acordo de crédito contingente (*stand-by agreement*) visando a recuperação da confiança internacional no país e no programa definido pelo governo. O objetivo principal era permitir a retomada das linhas de crédito nos mercados internacionais a preços menos proibitivos, dada a alta no CDS mostrada na figura 3. O acordo, que foi assinado em novembro de 2008 previa financiamento de cerca de 5 bilhões de dólares americanos, sendo que 40% veio do FMI e o restante de países vizinhos. Este acordo também foi necessário para permitir o empréstimo de resgate do Icesave, conforme comentado acima. O arranjo com o FMI foi pautado em um programa de políticas cujos principais pontos eram:

- a) Prevenir maior desvalorização da moeda, o króna, visando reduzir riscos ainda maiores ao balanço nacional. Este risco ocorria muito em função do

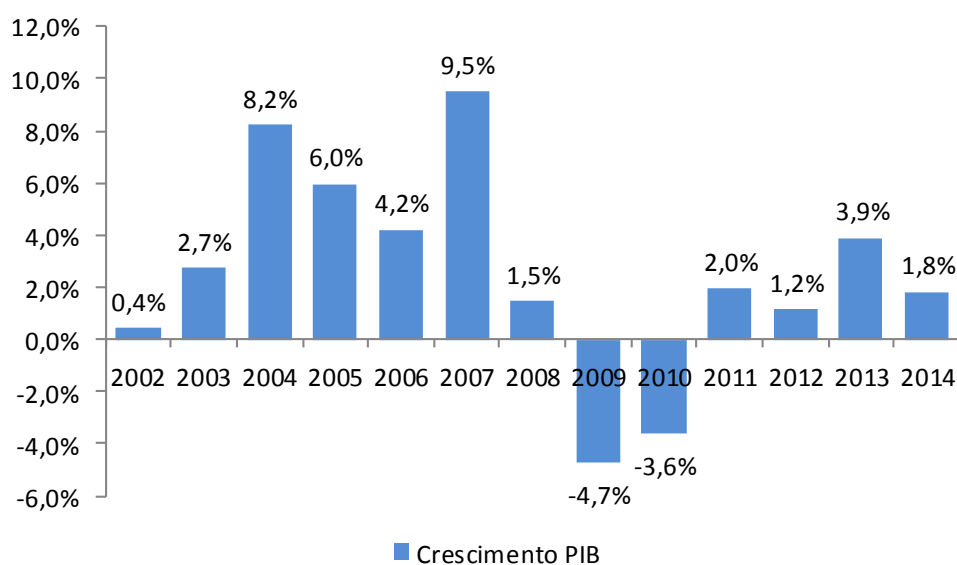
alto grau de alavancagem externa em moeda estrangeira. Esta ação foi realizada via política monetária contracionista e maior controle de capitais.

- b) Garantir a estabilidade fiscal de longo prazo através de um programa de consolidação fiscal. Esta medida foi cumprida através de aumentos de imposto de renda e criação de novos tributos, visando aumentar a base tributária. Reduções de gastos do governo central também foram realizadas em busca de atingimento da meta de redução de cerca de 3% do PIB por ano no período que englobava 2010 a 2013.
- c) Desenvolver um plano de reestruturação do sistema bancário, incluindo medidas de controle, principalmente em relação à avaliação de ativos nos balanços, estratégias de recuperação e principalmente na melhoria das práticas regulatórias. O tratamento dos credores dos bancos falidos também era considerado crucial para preservar a imagem externa do país e facilitar a reintegração aos mercados internacionais de capitais de forma mais rápida.

## 6 O PERÍODO PÓS CRISE

A Islândia trabalhou em conjunto com o FMI, e se graduou no programa instituído no início de 2012. O país já iniciou o pagamento dos empréstimos obtidos junto ao FMI e aos seus vizinhos, mais cedo do que era previsto no contrato. O pior momento parece ter passado e a Islândia retomou níveis de crescimento positivo do PIB, ainda que menores do que no pré-crise, desde 2011 (Figura 8).

FIGURA 8– CRESCIMENTO PIB %



FONTE: O autor (2015), dados da Iceland Statistics.

Os salários reais aumentaram significativamente, assim como o consumo privado. O desemprego se manteve abaixo da média da União Europeia e apresenta uma tendência de diminuição. A economia vem se recuperando em um ritmo mais acelerado do que muitos previram após o colapso total do sistema financeiro e 2008. As principais características da abordagem islandesa foram a ênfase na redistribuição de renda, através da política fiscal e do sistema de proteção social. O objetivo do governo foi o de poupar as parcelas mais pobres da população do ajuste necessário para a recuperação. Neste capítulo buscarei apresentar a evolução dos principais indicadores e políticas adotadas na Islândia desde a crise de 2008, e seus resultados.

## 6.1 AJUSTE FISCAL

O governo que assumiu a Islândia em fevereiro de 2009, logo após a crise, afirmou que perseguiria políticas de bem estar social a fim de minimizar o impacto dos ajustes necessário sobre as populações de menor renda. As principais ferramentas da nova estratégia eram aumento de impostos, revisão dos benefícios sociais, perdão de dívidas e políticas de emprego. Considerando-se que as finanças públicas estavam em má situação imediatamente após o colapso, a tarefa de ser um estado de bem estar social era altamente desafiadora. O governo iniciou seu mandato com um déficit no orçamento de cerca de 14,5% (ÓLAFSSON, 2012) dívidas públicas recém assumidas e baixa confiança da população e dos países vizinhos.

O programa de restauração da economia partiu de uma lógica de aumento de receita de impostos somado à redução de gastos públicos. Os gastos em benefícios sociais porém foram poupados, com um grau reduzido de cortes. Os gastos foram focados nas camadas mais pobres o que ocasionou para estes indivíduos, apesar do aumento geral na carga tributária do país, em um alívio da carga fiscal. O efeito sobre a população mais rica foi exatamente o contrário, com aumento na carga tributária.

Na tabela 3, abaixo, mostro o detalhe da evolução dos gastos sociais no período imediatamente pós-crise para melhor demonstrar as características da política empregada, a qual foi obviamente restrita pelas péssimas condições da economia islandesa em geral. Os gastos com benefícios financeiros foram aumentados no período de 2007 a 2010 em 11,6%, enquanto os serviços foram reduzidos em 2,8% no período. O maior aumento proporcional foi em gastos com auxílio desemprego, o qual aumentou quase 620%, seguido por serviços aos desempregados, que cresceu 60%. Em seguida vem gastos com moradia, com aumento de 59%, explicado principalmente pelos programas de alívio de dívida com hipotecas da população. Dentre as categorias mais representativas, pensões por invalidez subiram em 18,2%, e despesas com saúde diminuíram 11,4%.

No caso de gastos com previdência para idosos, muito da redução vista de 3,7% é fruto de realocação de gastos, uma vez que os benefícios foram mantidos

para a população mais carente, porém cortados em alguns casos para indivíduos com melhor condição financeira.

TABELA 3 – EVOLUÇÃO DO GASTO SOCIAL

<i>Em milhões de kronas (valores de 2010)</i>	2007	2008	2009	2010	Variação %
<b>Gastos em proteção social</b>	<b>1137,2</b>	<b>1164,3</b>	<b>1235,8</b>	<b>1185,2</b>	<b>4,2</b>
Benefícios sociais, em dinheiro	552,6	570,5	649,2	616,7	11,6
Serviços	584,6	593,7	586,7	568,5	-2,8
<b>1. Auxílio doença e tratamentos de saúde</b>	<b>467,5</b>	<b>467,1</b>	<b>440,8</b>	<b>414</b>	<b>-11,4</b>
1.1 Benefício em dinheiro	84,8	82,8	70,4	68,2	-19,6
1.2 Serviços prestados	382,7	384,4	370,3	345,7	-9,7
<b>2. Invalidez</b>	<b>147,2</b>	<b>160,5</b>	<b>172,8</b>	<b>166,9</b>	<b>13,4</b>
2.1 Benefício em dinheiro	109,8	120,1	136	129,8	18,2
2.2 Serviços prestados	37,4	40,4	36,8	37	-1,1
<b>3. Idosos</b>	<b>254,5</b>	<b>257,2</b>	<b>259,6</b>	<b>246</b>	<b>-3,3</b>
3.1 Benefícios em dinheiro	232	233,5	236,7	223,4	-3,7
3.2 Serviços prestados	22,4	23,7	22,9	22,7	1,3
<b>4. Sobreviventes</b>	<b>27,6</b>	<b>26,8</b>	<b>29,7</b>	<b>28</b>	<b>1,4</b>
4.1 Benefícios em dinheiro	27,6	26,8	29,7	28	1,4
<b>5. Famílias e crianças</b>	<b>151,5</b>	<b>155,5</b>	<b>154,6</b>	<b>151,1</b>	<b>-0,3</b>
5.1 Benefícios em dinheiro	74,3	75,8	76,9	71,4	-3,9
5.2 Serviços prestados	77,3	79,7	77,7	79,7	3,1
<b>6. Desemprego</b>	<b>12,6</b>	<b>19,4</b>	<b>83,5</b>	<b>79,6</b>	<b>531,7</b>
6.1 Benefícios em dinheiro	10,6	17,2	81,7	76,3	619,8
6.2 Serviços prestados	2	2,2	1,9	3,2	60,0
<b>7. Moradia</b>	<b>32,2</b>	<b>35,9</b>	<b>47,6</b>	<b>51,1</b>	<b>58,7</b>
<b>8. Exclusão social</b>	<b>31</b>	<b>29,8</b>	<b>35</b>	<b>36,1</b>	<b>16,5</b>
8.1 Benefícios em dinheiro	13,5	14,4	17,7	19,6	45,2
8.2 Serviços prestados	17,4	15,4	17,3	16,6	-4,6

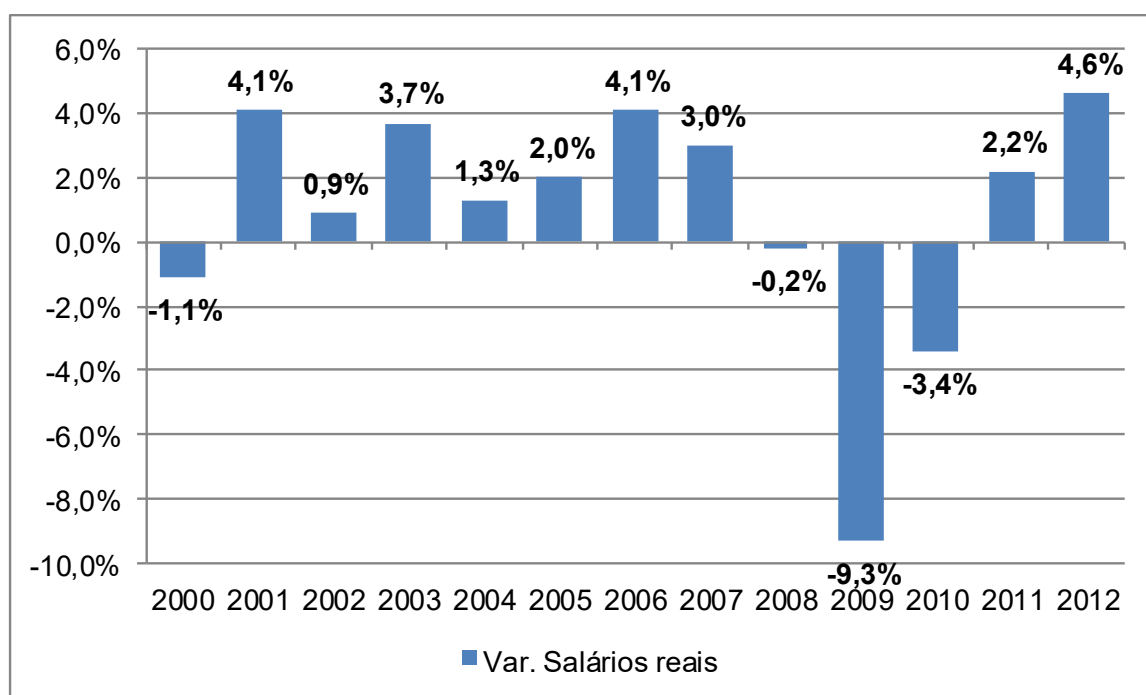
FONTE: OLAFSSON (2012, p.6). Modificado pelo autor (2015).

A estratégia da Islândia foi evitar a perda de poder de compra e consumo das fatias mais pobres, partindo da premissa Keynesiana de que estes extratos da população possuem maior propensão marginal a consumir, e que os cortes nesta parcela afetarão de maneira mais direta a demanda e o consumo no país.

## 6.2 SALÁRIOS E CONSUMO

A maior redução nos salários reais foi em 2009, o ano que seguiu a falência do sistema financeiro e a crise, onde os salários reduziram 9,3%, e em 2010 este valor reduziu para uma queda de 3,4%. No final de 2010 houve uma negociação coletiva entre as entidades sindicais e o governo, o que gerou um aumento real a partir de 2011, de 2,2%. Em meados de 2011, outra rodada de negociações foi concluída, e coincidiu com um aumento também nos níveis de gasto com pensão e auxílios desemprego. Estes fatores produziram um aumento significativo nos níveis reais de salários entre 2012 e 2011. O aumento neste intervalo de tempo é o maior da série analisada (Figura 9), desde 2000, o que mostra que a recuperação do poder econômico e do crescimento realmente iniciou já neste momento.

FIGURA 9– VARIAÇÃO NO NÍVEL REAL DE SALÁRIOS 2000-2012



FONTE: O autor (2015), dados do Statistics Iceland.

As informações da tabela acima reforçam os dados de consumo disponíveis, segundo Olafsson (2012), o consumo privado recuou cerca de 20% entre 2008 e 2009 na Islândia, em linha com as reduções na renda, e então iniciou sua recuperação em 2010 e 2011. Podemos confirmar esta evolução observando

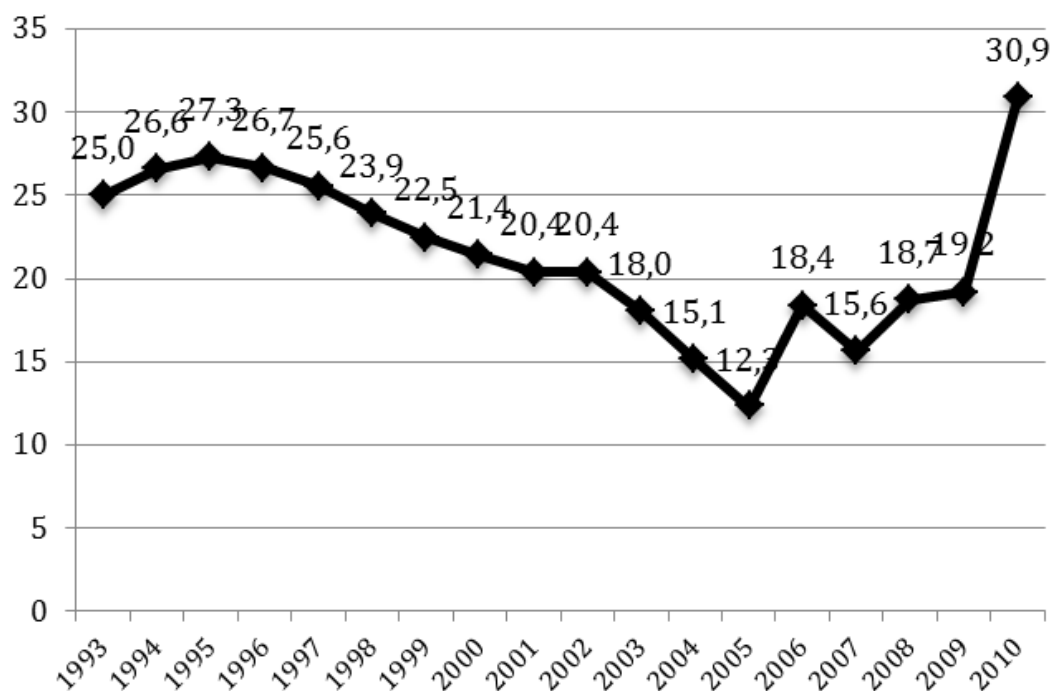
também os dados do PIB neste período, com 2011 sendo o primeiro ano de crescimento após a crise.

### 6.3 SUBSÍDIO DA DÍVIDA

Em virtude da situação de endividamento das famílias citada no capítulo 4, a forte desvalorização do krona em decorrência da crise elevou os valores de hipotecas, vinculados à inflação, e complicou a situação financeira da população islandesa. Neste contexto o governo elaborou um plano de alívio de dívida através de subsídios aos pagamentos de juros dos empréstimos imobiliários, através dos novos bancos. Segundo Olafsson (2012), em 2011 o FMI estimou que de 15 a 20% das dívidas haviam sido baixadas, mirando estrategicamente nas classes menos favorecidas.

O impacto das parcelas de empréstimos como função da renda disponível subiu de 7,7% em 2007 para 13,3% em 2009 (GYLFASSON, 2014). O impacto apenas olhando as hipotecas cresceu de 4,1% para 5,7% no mesmo período. Importante mencionar que o crescimento só não foi mais acentuado devido as políticas públicas de alívio implantadas. A figura 10 demonstra o valor médio de subsídio do custo dos empréstimos imobiliários na Islândia. Em 1995, o governo estava pagando 27,3% dos custos de juros destes créditos, dali até 2005 houve uma redução significativa a partir da entrada dos bancos privados neste mercado. Em 2010, em decorrência das condições já citadas, o auxílio do governo cresceu dramaticamente, para o maior valor da série, 30,9%.

FIGURA 10 – SUBSÍDIO À TAXA DE JUROS DE EMPRÉSTIMOS IMOBILIÁRIOS



FONTE: ÓLAFSSON (2014, p.14)

O valor mostrado na tabela representa a média da população, porém, apesar de todos os extratos mostrarem a mesma tendência de redução até 2005 e súbito incremento em 2010, houve uma diferenciação significativa entre extratos da população. No decil com maior renda da população o subsídio foi em média cerca de 10% em 2010, enquanto no decil com menor renda alcançou uma média próxima a 45%, isto reflete novamente o foco do governo islandês em distribuir o fardo do ajuste econômico sobre a população mais rica.

#### 6.4 MONITORAMENTO DO BEM-ESTAR

Em 2009, o governo criou um novo órgão para monitorar os desenvolvimentos sociais e de bem-estar da população durante a crise, com o objetivo de identificar possíveis problemas que surgissem e evitar o agravamento da situação social frente ao cenário econômico.

O órgão foi denominado *Welfare Watch* (WW), baseado no Ministérios de Assuntos Sociais, e foi composto por membros do governo e de organizações sociais e sindicatos. Dentre as áreas de atuações do grupo estavam temas como:

- a) Bem estar de crianças
- b) Problemas de jovens entre 16-25 anos
- c) Problemas para encontrar emprego
- d) Serviços sociais
- e) Posicionamento de idosos
- f) Imigrantes

É difícil quantificar o impacto desta medida na recuperação da crise econômica uma vez que são ações não financeiras, que buscaram promover um ambiente mais estável para que as políticas econômicas surtissem efeito de maneira mais rápida, porém foi parte importante da estratégia de recuperação do ponto de vista de políticas públicas.

Em 2012, o governo anunciou um novo plano de investimentos e emprego, com vigor no período de 2013 a 2015, buscando dar continuidade à recuperação iniciada dada a conclusão do acordo com o FMI e o fim da recessão, porém até o momento não foi encontrada literatura que aborde os resultados e consequências deste novo plano na economia islandesa (ÓLAFSSON, 2012).

## 7 CONCLUSÃO

O principal objetivo deste artigo é demonstrar quais os principais fatores que levaram a Islândia de um país em pleno crescimento, à crise. Pode-se concluir que a situação econômica da Islândia no período pré-crise de 2008 apesar de apresentar, a primeira vista, indicadores fortes de crescimento, emprego e desenvolvimento do mercado financeiro, possuía algumas fragilidades que foram expostas após o início da crise global em decorrência da falência do Lehman Brothers.

O governo islandês utilizou-se de um modelo liberal, focado na redução de tributos e incentivo à expansão da iniciativa privada, o que resultou em intenso crescimento em termos econômicos e também sociais. Porém, dadas as características peculiares da economia islandesa, como sua dimensão e baixo nível populacional, se torna difícil manter a estabilidade como economia aberta e adotante de moeda flexível. Também não há incentivo ao reinvestimento de lucros no país, uma vez que não há necessidade interna de grandes investimentos de capital. Neste contexto, a falta de regulação bancária fez com que os grandes bancos de investimento mirassem em negócios no exterior, e somada a uma política monetária desajustada, com altas taxas de juros e inflação volátil, contribuiu para a insustentabilidade do modelo islandês.

A crise foi antecipada devido ao colapso do sistema financeiro internacional em 2008, porém, analisando os dados observa-se que tal recessão era muito provável de ocorrer em outro cenário. Todavia, o governo islandês demonstrou capacidade de recuperação e apostou em uma estratégia pós-crise que minimizou os efeitos sociais da crise e recolocou o país em posição de crescimento para os próximos anos.

## REFERÊNCIAS

BUITLER, W.; SIBERT, A. **The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas.** Londres, 2008.

BUITLER, W.; SIBERT, A. **The collapse of Iceland's banks: the predictable end of a non-viable business model.** Londres, 2008.

CAREY, D. **Iceland: The Financial and Economic Crisis.** OECD Economics Department Working Papers, No. 725, OECD Publishing, 2009.

DANIELSSON, J. **The first casualty of the crisis: Iceland.** London School of Economics: Londres, 2008.

DANSKE BANK. **Research: Iceland, the Geyser Crisis,** 2006.

GYLFASON, T. **Iceland: How could this happen?** Center for Economic Studies & IFO Institute: Reykjavik, 2014.

ISLÂNDIA. In: Wikipedia: a enciclopedia livre. Disponível em: <<https://pt.wikipedia.org/wiki/Islândia>> Acesso em: 11/11/2015.

JÓNSSON, Á. **Why Iceland?** McGraw Hill, 2009.

LANE, P. **Iceland: the future is in the EU.** Trinity College Dublin and CEPR: Dublin, 2008.

MACHADO, J. **Crise Econômica: o caso islandês. Evidências de uma crise interna anunciada.** Porto: Faculdade de Economia Universidade do Porto, 2010.

MATTHIASSON, T. **Spinning out of control, Iceland in crisis.** Nordic Journal of Political Economy, 2008.

MCDONALD, T. **Iceland, the crisis of 2008, and the challenge of reintegration into the global economy.** European Scientific Journal, 2015.

ÓLAFSSON, S. **The Icelandic way out of the crisis: Welfarism, redistribution and austerity.** University of Iceland, 2012.

STATISTICS ICELAND: **Informações históricas.** Disponível em: <<http://www.statice.is/>>.

ZOEGA, G. **Iceland faces the music.** Birkbeck College, University of London: Londres, 2008.