



TÍTULO: Funcionamiento del mercado de deuda pública en Islandia y sus implicaciones en la salida de la crisis

Pablo Aguirre – ICEI, UCM pablo.aguirre@icei.ucm.es
Nuria Alonso – URJC nuria.alonso@urjc.es

Crisis financiera, deuda pública, sostenibilidad de la deuda, *rating*, mercados financieros, CDS.

Resumen

El inicio de la crisis en el verano de 2007 y los episodios de quiebras bancarias posteriores trajeron consigo una recesión generalizada de las economías más avanzadas. Uno de los países inicialmente más afectados por el profundo deterioro de los mercados financieros internacionales fue Islandia, con el desplome de los tres principales bancos comerciales del país.

La respuesta general de los gobiernos a la crisis durante 2008 y 2009 fue la puesta en marcha de políticas fiscales expansivas que, junto a la importante caída de los ingresos impositivos, deterioró la posición financiera de los gobiernos y disparó los niveles de déficit y deuda públicos. La consecuencia ha sido que desde el inicio de 2010 se ha desplazado el foco de atención hacia el endeudamiento público y su sostenibilidad. En los problemas de sostenibilidad de la deuda la configuración y el comportamiento de los mercados de deuda pública tienen una importancia decisiva en las dificultades para financiarse y el coste de dicha deuda.

En este sentido, pensamos que el funcionamiento del mercado de deuda pública en Islandia tras la crisis de 2008 ha permitido una mejora de la situación económica sin que problemas adicionales de sostenibilidad fiscal. En consecuencia el trabajo pretende analizar el funcionamiento de los mercados de deuda islandeses y sus implicaciones en la salida de la crisis.

Funcionamiento del mercado de deuda pública en Islandia y sus implicaciones en la salida de la crisis

Pablo Aguirre – ICEI, UCM pablo.aguirre@icei.ucm.es
Nuria Alonso – URJC nuria.alonso@urjc.es

1. Introducción

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 provocó una gran inestabilidad en el sistema financiero internacional que desembocaría en una recesión generalizada, la mayor en términos agregados desde la Gran Depresión. En los primeros meses de la crisis el debate económico y político se centró en las carencias en materia de supervisión y regulación financieras que la crisis había puesto de manifiesto. Sin embargo, desde 2010, la sobrecarga de las cuentas públicas desplazó el foco de atención hacia la deuda de los Estados y su sostenibilidad, y la actuación de los inversores determina actualmente una parte importante del margen de endeudamiento adicional que tienen los países.

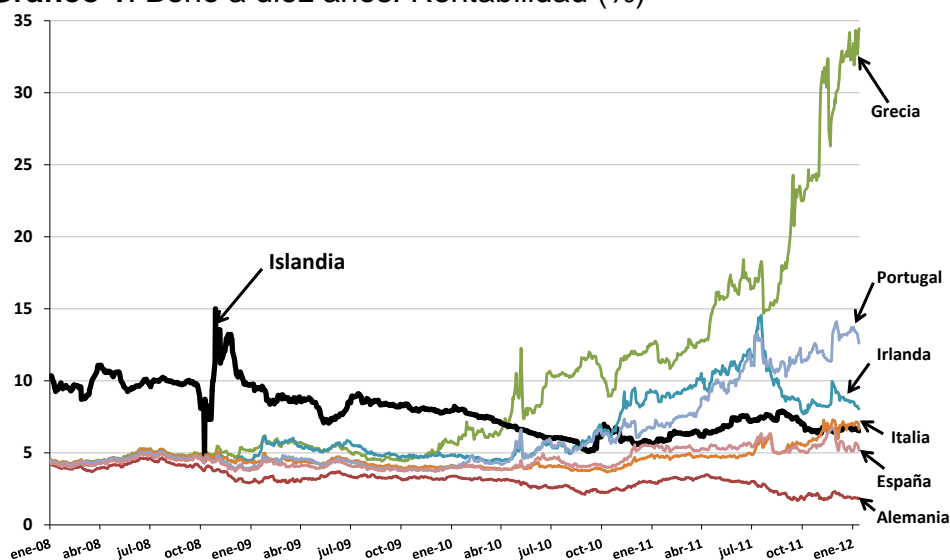
Islandia supone un caso de especial interés en este contexto. En primer lugar, la crisis bancaria islandesa tuvo una enorme dimensión, ya que los bancos quebrados en octubre de 2008 -Landsbanki, Kaupthing y Glitnir- tenían el 97% de los activos de todo el sistema bancario, por valor de casi 11 veces el PIB del país (Banco Central, 2010:8,19). El Gobierno no solo inyectó fondos públicos en estas entidades para que pudieran seguir operando en el ámbito doméstico, sino que tuvo que recapitalizar el Banco Central, cuyo balance había quedado muy deteriorado tras meses de proporcionar liquidez a costa de sus reservas a los bancos que finalmente quebraron. Estos gastos se acometieron en 2009 y 2010, años en que el PIB real experimentó crecimientos negativos del -7% y -3.5% respectivamente.

En conjunto, el colapso financiero y la recesión económica que le siguió han supuesto para el Estado islandés enormes necesidades de financiación. Aunque se explicará con más detalle en los próximos epígrafes, basta con decir que el nivel de deuda ha pasado del 25% del PIB en el inicio de la crisis a alrededor del 100% actual, principalmente a través de la emisión de deuda negociable en moneda local. A diferencia de lo que ha ocurrido en los países del área del euro, la rentabilidad de esta deuda, tanto en el mercado primario como en el secundario, no ha hecho sino descender durante 2009 y 2010; cuando existen razones por las que cabría dudar de que Islandia pudiera haber despertado la confianza necesaria en los inversores para que financiaran su endeudamiento.

Pero lo cierto es que el Gobierno islandés ha logrado hasta el momento satisfacer las enormes necesidades de financiación que la crisis le ha ocasionado con un coste que ha decrecido de forma sostenida a lo largo de 2009 y 2010, hasta ser comparable al que supone para otras economías como España o Italia, y muy inferior al de Irlanda, Portugal y Grecia.

Este fenómeno merece atención en el contexto actual en que los gobernantes defienden prácticamente sin matices la necesidad de ganarse la confianza de los mercados como meta primordial que oriente su acción política. Con todas las cautelas posibles, dadas las particularísimas características de su economía, Islandia muestra que en ocasiones existen otras opciones para resolver los problemas a los que se enfrenta un Gobierno relacionados con la obtención de financiación.

Gráfico 1. Bono a diez años. Rentabilidad (%)



Fuente: Ecowin Reuters

En este trabajo se argumenta que es la acción del Gobierno islandés la que explica en gran medida este hecho a través de una decidida intervención en el mercado financiero doméstico. Como se razonará en los siguientes epígrafes, medidas como la nacionalización parcial del sector bancario y el establecimiento de controles de capitales durante los más de tres años transcurridos desde el colapso bancario pueden ayudar a interpretar bastante bien el funcionamiento de los mercados primario y secundario de deuda pública en Islandia y, derivado de ello, el comportamiento de la rentabilidad de los títulos de deuda.

2. Intervenciones en el mercado financiero para hacer frente a la crisis

2.1. Controles de capitales

La corona islandesa había iniciado ya una senda de depreciación a principios de 2008, debido a la interrupción de los flujos externos que durante los cinco o seis años anteriores habían alimentado la burbuja financiera y mantenido el tipo de cambio entre 80 ISK/EUR y 90 ISK/EUR. En septiembre de 2008 el frenazo en la afluencia de liquidez externa, que en último término desencadenaría la quiebra de los bancos, había situado ya el tipo de cambio en 130 ISK/EUR. La quiebra bancaria de octubre no hizo sino agudizar esta tendencia y en diciembre de ese mismo año la corona se intercambiaba a 180 ISK/EUR, el doble que en el mes de enero. El Gobierno islandés estimó, en el marco del acuerdo de asistencia que

negoció con el FMI, que el foco de atención prioritario debía ser precisamente la estabilización del tipo de cambio, a fin de evitar un mayor deterioro de los balances de entidades financieras, empresas y hogares. Con ello se ganaría un tiempo que permitiría reestructurar dichos balances sin que la actividad económica se resintiera aún más debido a las quiebras en cadena que se sucederían si la moneda seguía depreciándose, habida cuenta de la gran cantidad de deuda que los residentes islandeses tenían contraída en divisas.

Para apoyar la moneda se mantendrían tipos de interés altos y el Banco Central intervendría en el mercado de divisas, gracias al refuerzo de las reservas que se llevaría a cabo en el marco del acuerdo con el FMI. No obstante, se estimó que la desconfianza generada por la quiebra bancaria, unida al alcance necesariamente limitado de las medidas anteriores, suponía un elevado riesgo de que la fuga de capitales dañara adicionalmente la cotización de la corona, lo que decidió al Gobierno a establecer controles de capitales en noviembre de 2008. Con algunas pequeñas modificaciones, no sustanciales, estos controles aún seguían vigentes en enero de 2012.

Las *Rules on foreign Exchange* (Banco Central, 2010e) limitan la salida de divisas a todo lo relacionado con la cuenta corriente, es decir, importaciones y pagos de intereses por obligaciones contraídas con residentes extranjeros. Es decir, los inversores islandeses no pueden comprar divisas para invertir fuera de Islandia. Por su parte, los inversores extranjeros con activos nominados en coronas pueden cobrar los intereses que de ellos se deriven, pero no pueden deshacer sus posiciones y repatriar los beneficios obtenidos, sino que deben mantener el capital que tenían en Islandia dentro del país, ya sea en forma de depósitos o reinvertidos en nuevos activos en moneda local.

El control de capitales ha generado un mercado *offshore* de coronas islandesas, en el que los inversores con activos nominados en coronas deshacen sus posiciones vendiendo los títulos a cambio de divisas a un tipo de cambio que se mueve en torno a las 240 ISK/EUR, lo que supone una depreciación adicional del 30% respecto al cambio oficial. Sin embargo, este hecho no impide que desde el Banco Central se atribuya a los controles de capitales la principal responsabilidad en la estabilización del tipo de cambio de la corona, que se mantiene entre 150 ISK/EUR y 170 ISK/EUR desde mediados de 2010. En este sentido, se considera que la incidencia de otras medidas de política monetaria, como fueron unos tipos de referencia del Banco Central en torno al 18% en los meses posteriores al colapso, se habría limitado a premiar a quien respetase los controles con una rentabilidad elevada, haciendo menos atractivo recurrir al mercado *offshore* de divisas. Pero se estima desde la autoridad monetaria que es la estructura de control de capitales, y los recursos dedicados a supervisar su cumplimiento, lo que parece haber determinado el éxito en la estabilización de la moneda.

Pero el aspecto que se quiere destacar aquí con relación a los controles de capitales es su incidencia en los mercados de deuda. Dado que los inversores islandeses no pueden comprar divisas para invertir en el extranjero, las únicas opciones de inversión que tienen a su alcance son las que ofrece el mercado interno de activos. De igual forma, los inversores extranjeros no pueden repatriar los fondos que tienen invertidos en activos islandeses. Por ambas vías se

favorece el incremento en la demanda de títulos de deuda pública, y así lo reconoce explícitamente el Banco Central de Islandia cuando afirma, en uno de sus boletines trimestrales de política monetaria: *“the capital controls have dramatically limited investment opportunities and pushed investors towards bonds issued by the Treasury and the municipalities”* (Banco Central. *Monetary Bulletin 2010-4:44*).

En marzo de 2011 el Banco Central analizaba los tímidos pasos que hasta ese momento se habían dado para liberalizar parcialmente los flujos de capitales, y establecía una nueva estrategia para acometer esa tarea, aunque sin plantear plazos concretos (Banco Central, 2011b). El principal problema, según el análisis del Banco Central, se relaciona con los inversores extranjeros, que tienen activos en coronas por valor del 30% del PIB a principios de 2011 (Banco Central, 2011b:7)²⁶². Se estima que estos inversores tienen una baja predisposición a permanecer en el mercado si los controles son levantados, y esto supone un riesgo elevado de fuga de capitales dada la liquidez de los activos que poseen. Una parte de ellos, equivalente al 13% del PIB, son títulos de deuda del Tesoro, en su gran mayoría de vencimiento a corto plazo (véase epígrafe seis). Pero el resto, equivalente al 17% del PIB, está en forma de depósitos, siendo los depósitos los activos más líquidos que existen y, por tanto, los de mayor riesgo de fuga²⁶³. La estrategia plantea articular medidas que permitan que estos activos sean redirigidos hacia inversores nacionales, a los que en principio se les atribuye una mayor predisposición a permanecer en el mercado. En diciembre de 2011 no se habían producido aun avances en esa dirección.

En la argumentación anterior, que es la que sostiene el Banco Central, se razona sobre la necesidad de mantener los controles por el posible efecto que tendría su retirada sobre el tipo de cambio a través de una fuga de capitales extranjeros. Parece obviarse en primer lugar que posiblemente la salida de divisas no vendría únicamente de los inversores extranjeros sino también de los inversores nacionales si se les permitiera invertir en el exterior. En ese sentido, el efecto sobre el tipo de cambio podría ser más importante que el que se asocia a una salida de fondos por valor del 30% del PIB, que es el volumen en manos extranjeras. Pero lo que parece aun más relevante es que no se hace referencia alguna al efecto que podría tener el levantamiento de los controles para la demanda de títulos de deuda pública. Parece razonable pensar que, además de

²⁶² Estas cifras se refieren a los activos en moneda islandesa que residentes extranjeros tienen en Islandia. No se debe confundir con los activos en divisas que residentes extranjeros tenían en las ramas o filiales de los bancos islandeses en el extranjero. Dichos activos están en los bancos que están en periodo de liquidación, bloqueados hasta que se resuelva cómo responder a las reclamaciones de los acreedores.

²⁶³ No obstante, si bien la inversión en activos a corto plazo sí parece un síntoma explícito de desconfianza, el volumen de fondos en forma de depósitos no necesariamente es indicativo del mismo fenómeno. Estos fondos, según señala el Banco Central, podrían haber buscado refugio momentáneo en depósitos bancarios en los meses posteriores al colapso, dado que los depósitos fueron activos garantizados en su totalidad y explícitamente por el Gobierno islandés. Después podrían no haberse reinvertido por otros motivos, como la degradación en la calificación de la deuda islandesa, que impediría la reinversión a determinados agentes en función de sus criterios de valoración de riesgo.

un riesgo de depreciación, la retirada de los controles implicaría un serio riesgo de presión al alza en las rentabilidades de los títulos de deuda pública en el mercado secundario, lo que acabaría por traducirse, al menos parcialmente, en un mayor coste de la financiación para el Gobierno.

En definitiva, más allá del riesgo que el Banco Central perciba con relación al levantamiento de los controles, lo que parece claro es que la restricción que imponen los controles de capitales a los inversores garantiza que los fondos que se pueden movilizar para la inversión, tanto de inversores nacionales como extranjeros, no podrán rentabilizarse en otros países sino que deberán hacerlo en Islandia. Aunque es éste un factor que no puede considerarse en solitario, sin duda contribuye a explicar una alta demanda de títulos de deuda en el mercado secundario y, en consecuencia, una tendencia a la baja en las rentabilidades de la deuda pública en dicho mercado.

2.2. Nacionalización parcial de la banca tras el colapso bancario

El sistema financiero islandés ha cambiado radicalmente a raíz del colapso bancario de 2008. Si en el periodo anterior se había asistido a un proceso de privatización de toda la banca comercial, la reestructuración del sistema financiero en 2009 y 2010 ha otorgado al Gobierno un papel muy relevante en el sistema bancario y de crédito. El Gobierno ha aportado fondos para recapitalizar tanto bancos como cajas de ahorros, y ello le ha permitido tener parte de la propiedad – en algunos casos mayoritaria- de numerosas entidades. Hasta tal punto es así que en 2009 se constituyó *Icelandic State Financial Investment* (ISFI), cuyo fin es el de representar al Estado en las numerosas entidades financieras de las que es copropietario y evitar conflictos de intereses que pudieran surgir. No en vano el sector público tiene capacidad de incidencia en la definición estratégica de estas entidades, que compiten entre ellas en el mercado y que en muchos casos siguen siendo mayoritariamente privadas.

Tras el colapso de octubre de 2008 el Gobierno intervino los tres bancos quebrados –que concentraban el 97% de los activos del sector bancario (Banco Central 2010:19)-, aportando capital y convirtiéndose en su propietario, para a continuación dividirlos creando tres nuevos bancos (FME, 2009:12). Los tres bancos originales se quedaron con los activos, pasivos y obligaciones que tenían en el extranjero, bajo la supervisión de una directiva nombrada por el Gobierno, estando actualmente en proceso de liquidación de activos entre sus acreedores. Por su parte, los tres bancos nuevos que se crearon asumieron la parte doméstica del balance de los bancos originales, y continuaron sus operaciones con los residentes islandeses con normalidad, una vez que el Gobierno los había recapitalizado y había garantizado el 100% de los depósitos a los residentes islandeses.

En 2009 el Gobierno implicó a los acreedores de los bancos originales en la recapitalización de los tres bancos nuevos y les vendió una parte. Landsbankinn, heredero del antiguo Landsbanki que había lanzado las cuentas *Icesave* y

actualmente el banco más grande de Islandia por valor de activos (FME, 2011)²⁶⁴, quedó nacionalizado ya que el Gobierno tiene el 81% de la propiedad de la entidad (ISFI 2010:20). Arion (surgido de Kaupthing) e Islandsbanki (surgido de Glitnir) pasaron a ser en su mayoría propiedad de holdings subsidiarios de los bancos originales correspondientes, aunque el Estado mantiene un pequeño porcentaje de la propiedad de ambos, el 13% y el 5% respectivamente (ISFI, 2010: 14).

Los tres nuevos bancos tenían conjuntamente activos por valor de 1.6 veces el PIB en 2010 (Landsbankinn, 2010; Arion Banki, 2010; Islandsbanki, 2010), cuando antes de la quiebra los tres bancos originales tenían activos por valor del 10 veces el PIB (Banco Central, 2010:19), un dato que ilustra la pérdida de volumen del sistema financiero islandés a raíz del colapso. Los otros dos bancos comerciales son MP y Byr, de reciente creación, y suponen menos del 10% del sistema bancario (FME, 2011).

Las cajas de ahorros tienen activos por valor del 26% del PIB (Banco Central, 2010: 33), aunque han visto reducido su número en los últimos años. En 2007 había 23 mientras que en 2011 tan solo quedan 10 (Banco Central, 2007; FME, 2011b). Cuatro cajas tuvieron que ser rescatadas a raíz del colapso de los bancos, algunas de las cuales se fusionaron con los nuevos bancos. Otras atravesaron dificultades no tan graves, y como resultado de la ayuda prestada por el Estado éste pasó a tener parte de su propiedad.

Considerando tanto bancos como cajas de ahorros, el Estado tiene una presencia muy importante en el conjunto del sistema de crédito, en consonancia con los fondos públicos que ha aportado para su recapitalización. La parte más relevante de estos fondos fue la inyectada en los bancos, ya fuera en forma de capital o de préstamos subordinados. En 2011 este capital público es de 189.000 millones de ISK (ISFI, 2010:8), lo que equivale al 12.3% del PIB de 2010. Además de la nacionalización total de Landsbankinn y de una presencia menor en Arion y Islandsbanki, el Estado controla cuatro de las diez cajas de ahorros y está presente también en una quinta (ISFI, 2010).

La nacionalización parcial del sector bancario tiene un efecto relevante en los mercados de deuda pública, a través de lo que se conoce como estructura de creadores de mercado. Los creadores de mercado son aquellas instituciones que, en virtud de un acuerdo con el Gobierno, tienen acceso exclusivo a la compra de deuda emitida por el Tesoro en el mercado primario y se comprometen a pujar por un volumen mínimo de deuda en cada subasta. A cambio, reciben una compensación económica así como acceso a facilidades de crédito específicas. Los creadores de mercado, además, reciben una compensación adicional en función de su contribución a la dinamización del mercado secundario, comprando y vendiendo títulos del Estado que ya estén en circulación (Banco Central, s.f.). El objetivo es que haya una formación de precios efectiva en el mercado secundario que oriente adecuadamente a los inversores que quieran entrar o salir del mismo.

²⁶⁴ FME son las siglas en islandés de la Autoridad Supervisorá Financiera de Islandia

Así pues, los creadores de mercado ayudan a que la deuda salga al mercado y contribuyen también a que el mercado secundario esté siempre activo, para animar a otros inversores a que se incorporen a él. En otras palabras, a cambio de contrapartidas acordadas, los creadores de mercado realizan un servicio al Gobierno facilitando que éste obtenga financiación en el mercado financiero.

En el caso de Islandia, el Tesoro tiene firmados acuerdos con los 4 bancos más importantes, entre ellos el banco nacionalizado Landsbankinn, y un banco de inversión para que lleven a cabo las tareas de creadores de mercado. Así, el 92% de la banca comercial, por valor de activos, contribuye a la creación del mercado de deuda pública. Es decir, prácticamente todo el sector bancario tiene acuerdos con el Gobierno para contribuir a que la deuda pública salga al mercado y se negocie activamente una vez en él.

Como ya se ha explicado, ese colectivo de creadores de mercado tiene una relación muy estrecha con el Gobierno. Su miembro más relevante por valor de activos, Landsbankinn, es un banco público, mientras que los otros dos grandes bancos comerciales, Arion y Islandsbanki, fueron creados por el Gobierno, recapitalizados por él, y después revendidos parcialmente a holdings privados de forma que el Estado se garantizó una presencia, aunque mínima, en sus instancias de dirección. El Gobierno islandés llevó a cabo estas operaciones de recapitalización y reventa parcial posterior de Arion y Landsbanki a lo largo de 2009, como parte de una estrategia consciente e integral de reestructuración del sistema financiero que había sido rescatado en su totalidad por el sector público.

Por lo tanto, parece razonable suponer que este conglomerado bancario, en conjunto, es bastante proclive a mantener una estrecha relación con el Gobierno islandés. Una estructura de creadores de mercado como la islandesa parece un factor que claramente puede favorecer que la deuda pública salga al mercado con rentabilidades cada vez más bajas, es decir, con tipos favorables al Gobierno, que logra así financiarse cada vez a precios más económicos.

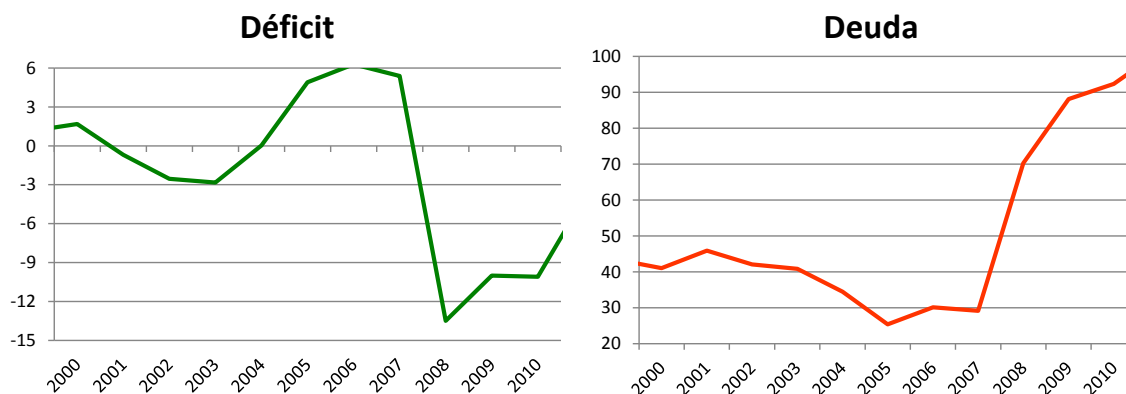
3. Evolución y comportamiento de los mercados de deuda pública islandesa

3.1.- Incremento del nivel de deuda

Como consecuencia del colapso financiero y la recesión económica que le siguió, se produjo simultáneamente una importante caída de los ingresos públicos y un aumento del gasto que trajeron consigo que el indicador de capacidad o necesidad de financiación registrara un déficit público entre 2008 y 2010 en el -13.5%, -10% y -7.8% respectivamente, desde uno de los superávits más elevados de mundo desarrollado en 2006 y 2007. En el caso del indicador de deuda bruta²⁶⁵ en porcentaje del PIB, ha pasado de suponer poco más del 25% en 2007 a encontrarse cerca del 100% en 2010.

Gráfico 2. Indicadores de déficit y deuda pública en porcentaje del PIB

²⁶⁵ Tanto el indicador de capacidad o necesidad de financiación como el de deuda bruta (total de pasivos de las Administraciones Públicas) son los equivalentes para Islandia a los utilizados por la Comisión Europea para el cumplimiento del Pacto de Estabilidad.



Fuente: Eurostat

Como puede observarse en el cuadro 1, la deuda del Tesoro en moneda local habría incrementado su peso sobre el PIB del 9% al 47% entre 2007 y 2010. Un primer hecho destacable es que el incremento de la deuda negociable ha descansado de manera casi total en las emisiones de deuda en moneda local, cuyo volumen ha multiplicado por cinco su importancia relativa al PIB.

Si se amplía el concepto de deuda pública para incluir deuda del Tesoro no negociable, aparecen tres partidas más. En primer lugar, la deuda en divisas en forma de préstamos bilaterales con otros Estados (7% del PIB en 2010), todos ellos acordados en el marco del acuerdo *Stand-By* con el FMI²⁶⁶. En segundo y tercer lugar (unidas en la categoría “otros” en el gráfico 2), la deuda del Tesoro emitida para recapitalizar el Banco Central en enero de 2009 (11% del PIB en 2010) y la que asume el Tesoro a raíz de la adquisición por parte del Estado de la empresa eléctrica Landsvirkjun en 2007 (4% del PIB en 2010). Así pues, considerada en términos agregados, la deuda del Tesoro ha crecido entre 2007 y 2010 del 23% del PIB al 84% del PIB.

Además de la deuda del Tesoro, es pertinente hacer referencia a otras partidas. En primer lugar, destaca la deuda del Banco Central con el exterior, que se ha generado en su práctica totalidad a partir del cuarto trimestre de 2008. Este pasivo está ligado en su mayor parte al acuerdo con el FMI, ya sea por los desembolsos de esta institución o por los préstamos efectuados por otros países en el marco de ese mismo acuerdo. El pasivo exterior del Banco Central supone en 2010 el 19% del PIB, suponiendo el préstamo del FMI el 10% del PIB. En segundo lugar, la deuda de las municipalidades en forma de bonos tiene una

²⁶⁶ Islandia solicita ayuda al FMI el 28 de octubre de 2008. El 19 de noviembre se aprueba el inicio de un programa *Stand-By* de dos años de duración, por el cual Islandia obtiene financiación y asistencia para estabilizar la divisa, reestructurar el sistema financiero y elaborar un plan de consolidación fiscal que comenzaría a aplicarse en 2010 (Banco Central 2010: 11; 2010d). El FMI proporcionó algo menos de la mitad de los fondos necesarios para el programa, y el resto se consiguió mediante líneas de crédito bilateral con Dinamarca, Islas Feroe, Noruega, Suecia, Finlandia, Polonia y Luxemburgo. En total, en virtud de este acuerdo Islandia consiguió acceso a una financiación total en divisas por valor de 5.000 millones de USD, (638.000 millones de ISK, el 43% del PIB de 2009 al tipo de cambio de mediados de 2010) a desembolsar en los siguientes dos años, plazo que fue posteriormente ampliado concluyendo todo el programa en agosto de 2011. Para más información, véase <http://www.imf.org/external/country/ISL/index.htm>

importancia menor, suponiendo el 2% del PIB en 2007 y el 3% del PIB en 2010²⁶⁷. Por último, aunque no se pueda considerar como deuda estrictamente pública, existe un importante monto de deuda respaldada por el Estado, destacando la deuda emitida en forma de bonos por el *House Financing Fund*, un fondo hipotecario respaldado por el Tesoro, que supone en 2010 el 53% del PIB²⁶⁸.

Cuadro 1. Deuda pública en porcentaje del PIB

	2007	2010	Incremento
Deuda pública	25%	106%	81%
Deuda del Tesoro	23%	84%	61%
Deuda negociable	21%	62%	41%
En ISK	9%	47%	38%
En divisas	n.d.	15%	3%
Préstamos en divisas	-	7%	7%
Recapitalización del B. Central	-	11%	11%
Otros	2%	4%	-
Banco Central (pasivo con el exterior)	-	19%	19%
Préstamo del FMI	-	10%	10%
Municipalidades (bonos negociables)	2%	3%	1%
Deuda respaldada por el Gobierno	68%	84%	26%
Housing Financing Fund	44%	53%	11%
Otros	24%	31%	7%

Fuentes: Tesoro y Banco Central de Islandia.

En definitiva, sin tomar en consideración la deuda respaldada por el Gobierno pero sí todas las partidas de deuda del Estado (Tesoro, Banco Central y Municipalidades), la deuda pública de Islandia habría incrementado su peso sobre el PIB del 25% en 2007 al 106% en 2010. En términos nominales, la deuda pública se ha multiplicado por cinco, desde los 323.460 millones de ISK en 2007 hasta los aproximadamente 1.6 billones de ISK en 2010.

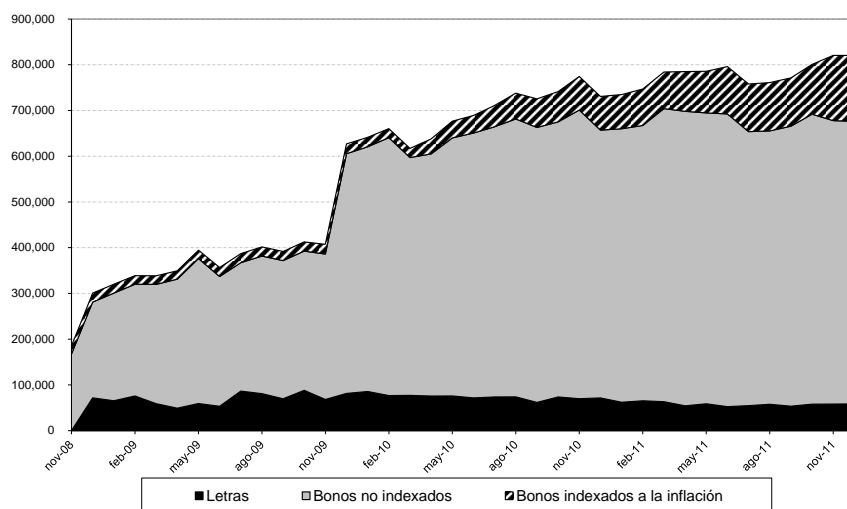
3.2. La rentabilidad de los títulos de deuda pública

La deuda negociable del Tesoro islandés se compone de bonos y letras ordinarios junto con otro tipo de bonos que están referenciados o indexados a la inflación. El instrumento más abundante es el bono no indexado a la inflación, o bono nominal, cuya rentabilidad no depende del comportamiento de la inflación y que tiene vencimientos que van desde uno a 20 años. Este tipo de bonos suponía en noviembre de 2011 el 75% de la deuda negociable viva del Tesoro. El restante 25% de la deuda viva en moneda local se compone de bono indexado a la inflación (17% del total), y Letras del Tesoro (8% del total). En lo sucesivo, a no ser que se especifique lo contrario, el análisis se centra en los bonos nominales y las letras.

²⁶⁷ El dato disponible debe considerarse una cota inferior para la deuda de las municipalidades, ya que éstas pueden tener otros pasivos diferentes de los bonos emitidos. No se ha encontrado información al respecto pero tampoco hay referencias de que la deuda municipal sea especialmente relevante.

²⁶⁸ El *Housing Financing Fund* (HFF), un fondo público que concede hipotecas y que se financia emitiendo bonos indexados a la inflación garantizados por el Estado.

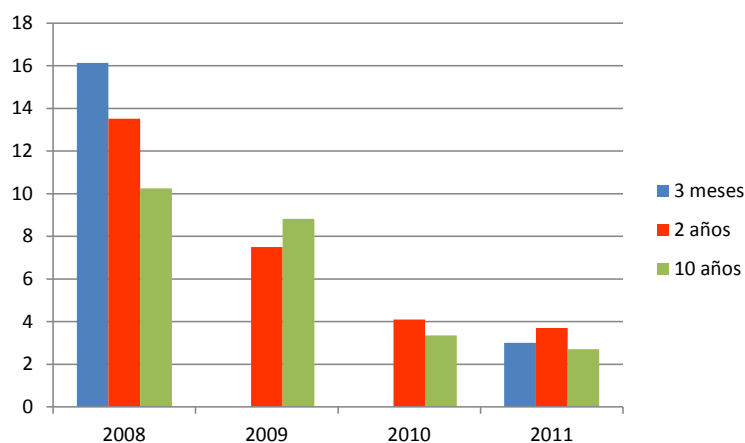
Gráfico 3. Volumen de deuda negociable por instrumentos (mill. de ISK)



Fuente: Tesoro de Islandia, Government Debt Management.

Las rentabilidades a las que los inversores han ido aceptando la deuda emitida por el Gobierno en el mercado primario han descendido a lo largo de 2009 y 2010, tanto para los bonos como para las letras²⁶⁹. Para presentar estos datos no se han considerado conjuntamente las subastas de cada serie de bonos o letras, sino que se han agrupado las subastas en que el producto ofrecido al mercado tenía un plazo de vencimiento similar a contar desde la fecha de la subasta. Así se puede observar la evolución de la rentabilidad a las que los inversores aceptan prestar dinero al Gobierno en función del plazo del préstamo.

Gráfico 4. Mercado primario de deuda pública. Rentabilidades de bonos a 2 y 10 años y letras a 3 meses (%)

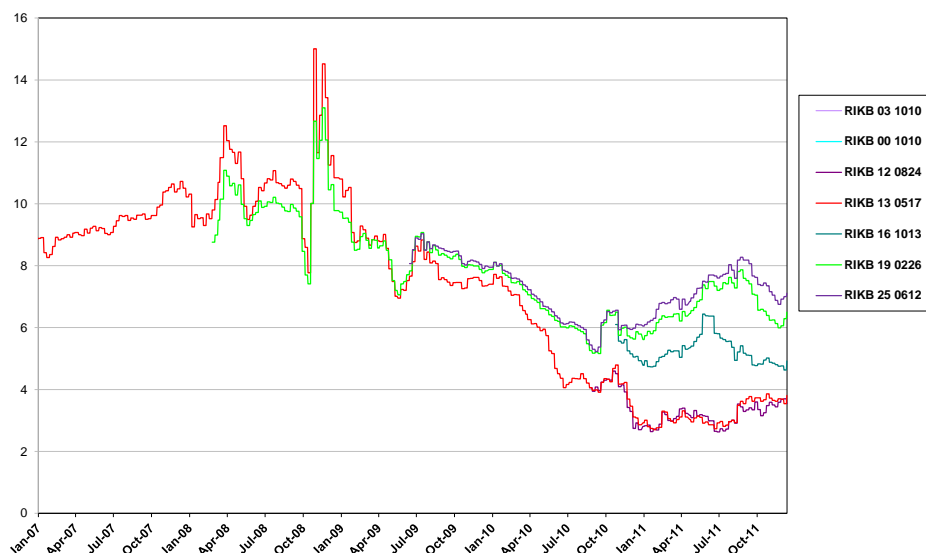


Fuente: Government Debt Management (informes mensuales entre 2008 y 2011).

²⁶⁹ Las subastas de bonos y letras que se han considerado suponen el 60% de todas las celebradas y en ellas se ha adjudicado el 69% de la deuda emitida. Hay financiación emitida con otros plazos, pero las subastas están muy concentradas en unos pocos meses, lo que no permite ver tendencias representativas en las rentabilidades de los títulos subastados.

En el mercado secundario se observan las mismas tendencias para los bonos del Tesoro: las rentabilidades nominales han ido decreciendo en 2009 y 2010. Así pues, mercado primario y secundario presentan tendencias paralelas. Esto es razonable, ya que los precios de las subastas del mercado primario no suelen separarse demasiado de los precios que en ese momento se están negociando en el mercado secundario para productos con similar plazo de vencimiento. En la práctica se observa que las rentabilidades en ambos mercados difieren en no más de 50 o 60 puntos básicos, como norma general.

Gráfico 5. Mercado secundario de bonos del Tesoro. Rentabilidades (%)



Fuente: Banco Central. Indicadores económicos.

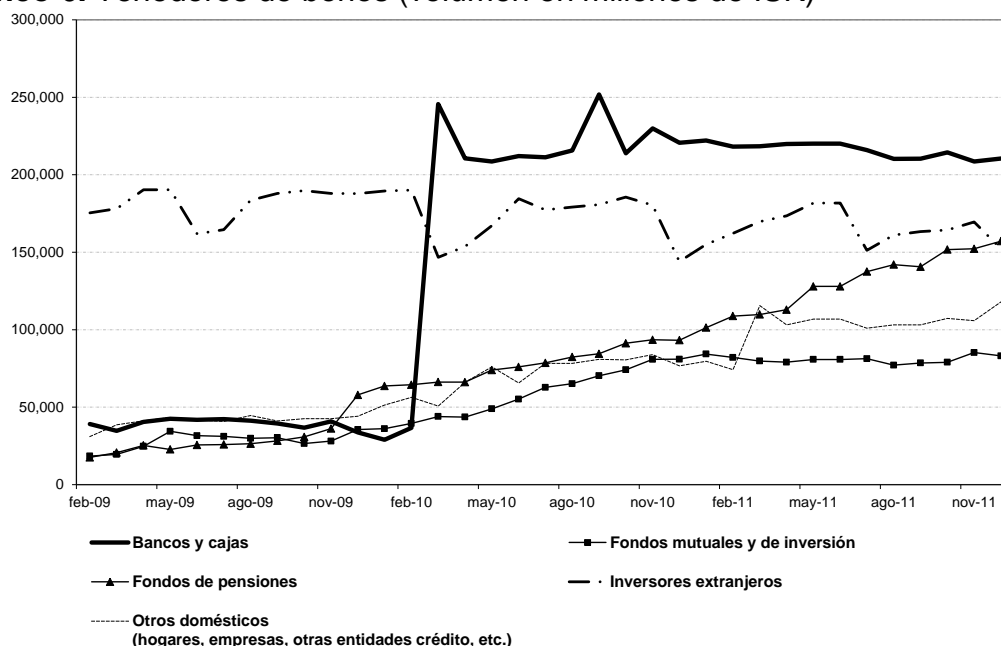
3.3. Tenedores de la deuda

Al igual que el volumen y las rentabilidades de la deuda, en el caso de los tenedores de la deuda también se han producido cambios importantes desde el inicio de la crisis hasta ahora. A finales de 2011 los principales tenedores de bonos eran los bancos y cajas islandeses (un 30% del total), seguidos de los fondos de pensiones y fondos de inversión (22%) y los inversores extranjeros (21%). Este reparto es radicalmente distinto del que existía en febrero de 2009 (primer mes para el que se dispone de datos) en el que los Bancos y Cajas tenían el 14% de los bonos y los inversores extranjeros tenían en su poder hasta el 62% del total de bonos.

En este periodo de casi tres años, sobre un volumen total de bonos que se ha multiplicado en términos nominales por 2.5, los inversores extranjeros han mantenido sus posiciones, mientras que los bancos y cajas las han multiplicado por seis (gráfico 6). Respecto a los bancos, sin embargo, cabe destacar que este incremento de deuda pública en su cartera tuvo lugar de forma brusca, a principios de 2010, cuando el Tesoro emitió un bono especial por valor de 210.000 millones de ISK (el 14% del PIB), bono que no se subastó sino que se adjudicó directamente a los bancos para reforzar sus balances. Desde ese momento, los bancos tienen activos del Tesoro por un valor relativamente constante, en torno a 220.000 millones de ISK.

Los bancos comerciales son los que compran casi toda la deuda en las subastas del mercado primario (solo uno de los creadores de mercado no es un banco comercial), para después revenderla prácticamente toda en el mercado secundario. Únicamente estarían manteniendo los títulos que les permiten cubrir los que ya poseen en su cartera y van venciendo, a fin de que su exposición a la deuda pública se mantenga relativamente constante.

Gráfico 6. Tenedores de bonos (volumen en millones de ISK)



Fuente: Government Debt Management.

A diferencia de los bancos, el resto de inversores nacionales sí han ido incrementando sus posiciones en deuda del Tesoro a partir de sus compras en el mercado secundario. Así ha ocurrido sobre todo con los fondos de pensiones, que han multiplicado su cartera de bonos por siete, y se concentran en comprar los bonos a más largo plazo, de los que son los propietarios mayoritarios. Los fondos de inversión han multiplicado su cartera por cuatro y el resto de inversores domésticos la han multiplicado por tres.

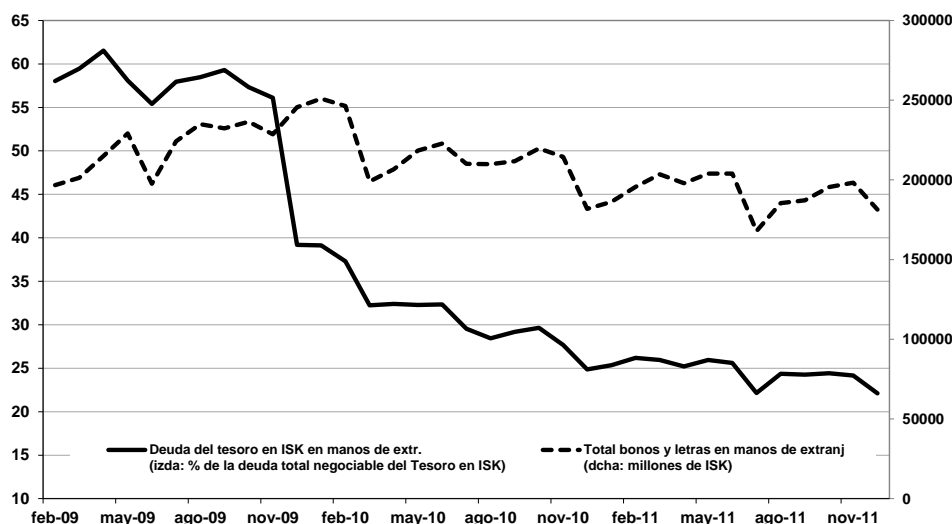
En cuanto a las letras del Tesoro, al ser su volumen menor y los plazos de vencimiento más breves, hay más variabilidad tanto en el stock de deuda viva como en las posiciones de los diferentes inversores. Dentro de Islandia, los fondos de inversión son los que más se interesan por estos títulos, y los fondos de pensiones los que menos. Sin embargo, los inversores mayoritarios en letras del Tesoro son los extranjeros.

Analizando la posición de los extranjeros en términos agregados, como tenedores tanto de bonos como de letras, se observa en primer lugar que su presencia es relativamente constante, con un volumen de títulos oscilando en torno a los 200.000 millones de ISK, alrededor del 13% del PIB, y una muy leve tendencia a la baja. Sin embargo, su peso relativo como tenedores de deuda negociable del tesoro (bonos y letras) no ha hecho sino descender, desde un 60% del total de la

deuda a principios de 2009 hasta el 22% del total a finales de 2011. Estos datos son congruentes con un contexto en que los controles de capitales no les permiten extraer de Islandia los fondos que tienen invertidos. Los extranjeros no están comprando la nueva deuda que el Tesoro ha ido emitiendo tras el colapso de 2008, algo razonable ya que no desean invertir fondos adicionales cuando actualmente la repatriación de lo invertido no está permitida.

Por otra parte, se da la circunstancia de que los tres activos que los tenedores extranjeros tienen en mayor proporción en su cartera son en todo momento letras del Tesoro y los dos bonos del Tesoro con vencimiento más cercano. Ello indica claramente que la opción escogida para los fondos que ya tienen invertidos y no pueden sacar de Islandia es reinvertirlos constantemente en los activos accesibles con vencimiento en un menor plazo, tratando de compatibilizar la búsqueda de rentabilidad con la mayor disponibilidad posible de los fondos por si llegara el momento en que los controles fueran levantados. Así, la oferta de bonos con vencimiento más breve acaba casi en su totalidad en manos de los inversores extranjeros. Por ejemplo, éstos tenían en mayo de 2011 el 85% de los bonos que vencen en el mismo 2011, o el 67% de los que vencen en 2012.

Gráfico 7. Tenedores extranjeros de deuda del Tesoro



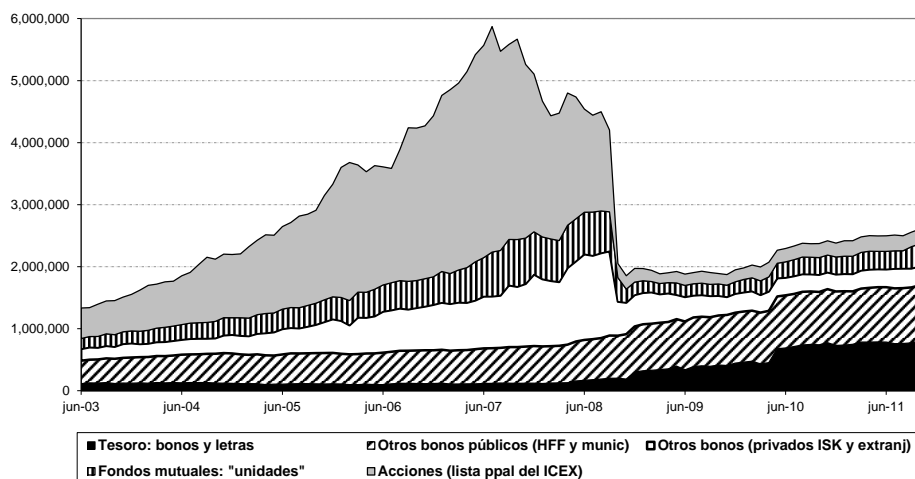
Fuente: Government Debt Management.

4. Otros posibles factores explicativos de la dinámica de la deuda

En este epígrafe se argumenta que el estado de los mercados financieros de Islandia tras el colapso bancario ayuda a explicar también la elevada demanda de títulos de deuda pública. A continuación, se discute la incidencia de la inflación y los tipos de referencia del Banco Central y, por otro lado, la posibilidad de que los inversores estén teniendo una percepción favorable de Islandia como prestatario y ello esté incidiendo en las rentabilidades de la deuda pública. Por último, se nombran algunos factores que parecen relevantes como causas subyacentes del fenómeno analizado, pero que no se han tratado en este trabajo.

Si la estructura de creadores de mercado surgida tras la nacionalización parcial de la banca y la imposibilidad de invertir fuera de Islandia fruto de los controles de capitales contribuyen a explicar una mayor demanda de títulos públicos de deuda del Tesoro islandés, otro factor que contribuye a reforzar este hecho es la escasez de alternativas a la deuda pública que ofrece el mercado financiero en Islandia. Dicho mercado refleja claramente el crecimiento de la burbuja financiera y su posterior estallido (gráfico 9).

Gráfico 8. Valor de los títulos negociables (millones de ISK)



Fuente: Banco Central. *Marketable Securities*

Cuando el mercado se encontraba en su apogeo, en julio de 2007, era posible invertir en títulos por valor de 5.9 billones de ISK, el 449% del PIB. A partir de este momento, la reducción del stock tiene lugar en dos fases. La primera, hasta enero de 2008, afecta solamente a las acciones, que caen un 64%, y se relaciona con una moderación de la euforia financiera que ya estaba presente en los mercados internacionales en aquellos meses. La segunda fase es el desplome a causa del colapso bancario de octubre de 2008, y afecta a acciones, bonos privados y títulos de fondos mutuales. En tan solo un mes el valor de mercado de todos los títulos desciende un 50%, de 4.2 billones de ISK a 2.1 billones de ISK (138% del PIB), sobre todo por efecto de la desaparición de las acciones de los tres bancos quebrados, que llegaron a suponer el 60% del valor total del mercado de acciones (Banco Central de Islandia, 2010:37). La deuda pública no se ve afectada por esta caída, pero las acciones pierden un 83% de su valor, las unidades de Fondos Mutuales un 39% y el resto de bonos un 60%, siendo muy relevante en este último caso la práctica desaparición del stock de bonos de bancos, que correspondía en su mayoría a los tres bancos quebrados.

En conjunto, el stock de activos accesibles en octubre de 2008 tiene un valor, 138% del PIB, que es aproximadamente la tercera parte de lo que fue en su punto álgido, en julio de 2007. A partir de aquí, este stock crece modestamente con relación a la economía hasta alcanzar el 155% del PIB en diciembre de 2010, pero ese crecimiento ha supuesto también un cambio importante en la distribución del stock de activos.

La deuda emitida o respaldada por el Estado es la única que incrementa su volumen, con lo que también gana más peso en el total de activos disponibles. En septiembre de 2008, justo antes del colapso bancario, tan solo un 21% de los activos accesibles son deuda emitida o respaldada por el Gobierno, es decir, deuda del Tesoro, de las municipalidades o del *Housing Financing Fund* (HFF). La quiebra bancaria hace que estos activos, en octubre de 2008, pasen a suponer ya el 42%. A partir de ahí han incrementado su peso en el total hasta un 67% del total de activos disponibles, lo que supone un volumen equivalente al 100% del PIB. Sin embargo, hay diferencias entre los componentes de esta partida.

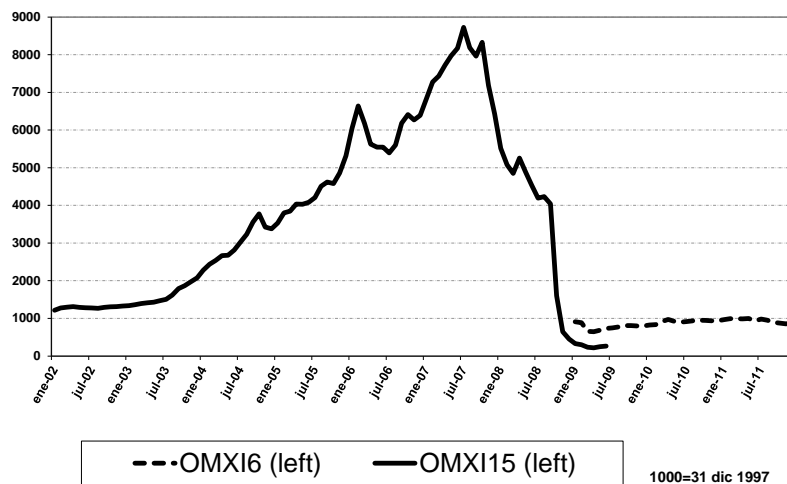
La deuda de HFF respaldada por el Estado supone el 53% del PIB a finales de 2010 pero alcanzaba ya un valor del 45% del PIB en octubre de 2008, habiéndose incrementado su volumen nominal en un 23%. Por su parte, la deuda negociable del Tesoro en moneda local suponía un 47% del PIB a final de 2010, pero su peso en octubre de 2008 era tan solo del 14% sobre el PIB, y su volumen nominal se ha multiplicado por un factor 3.5.

El resto de opciones de inversión no se han recuperado tras el colapso de octubre de 2008. El volumen de bonos privados y de títulos de los Fondos de Inversión ha perdido aún más peso con relación al PIB. Por su parte, las acciones siguen representando el 15% del PIB, como en octubre de 2008, pero las opciones de invertir en empresas son muy limitadas.

El índice OMXI16, que agrupaba a las 16 empresas más demandadas del mercado, llegaba a septiembre de 2008 tras varios meses de caída sostenida e intensa, relacionada con el contexto bursátil internacional y con el frenazo en la llegada de capitales a la economía islandesa desde principios de 2008 (gráfico 10). Pero el colapso bancario hizo que se situara, en enero de 2009, en un valor que era tan solo el 4% de su máximo histórico de julio de 2007.

A la par que los índices bursátiles islandeses, el número de compañías en la lista principal del OMX-Nasdaq no ha hecho sino decrecer desde 2007. De las 30 compañías que existían en la lista en 2007 se pasó a 13 en diciembre de 2009 (Banco Central de Islandia (2010:37; 2010b:9)). A partir de enero de 2009 no hay compañías suficientemente demandadas como para elaborar un índice con 15 compañías, y se construye otro, el OMXI6, que agrupa a las seis empresas más importantes. En enero de 2012 sólo hay ocho empresas en la lista principal de OMX-Nasdaq, tres de las cuales son empresas de las Islas Feroe que cotizan en coronas danesas. Así pues, únicamente es posible invertir a través de un mercado organizado y en moneda local en cinco empresas islandesas.

Gráfico 9. Islandia (2002-2011). Índices del mercado de valores



Fuente: Banco Central. *Indicadores económicos*

En síntesis, en comparación con el resto de títulos negociables a disposición de los inversores, a final de 2010 la deuda negociable en moneda local del Tesoro es la segunda partida por volumen, solo por detrás de los bonos de HFF respaldados por el Estado, pero muy por delante del resto de títulos. Sin embargo, es la deuda del Tesoro la que ha incrementado de forma más importante su volumen, casi cuadruplicándolo en términos nominales entre octubre de 2008 y diciembre de 2010. Si se tiene en cuenta que las emisiones de deuda pública de 2008 ya están relacionadas con la burbuja financiera y las necesidades de financiación que ésta generó en el Gobierno, puede decirse que la burbuja y su estallido han provocado que la deuda del Tesoro incremente de forma muy destacable su presencia en el mercado islandés de títulos, ya que esta partida suponía al final de 2007 tan solo un 2% del total de activos, y ha pasado a suponer en diciembre de 2010 hasta un 31% de los activos accesibles para el inversor.

El hundimiento de los títulos privados y la moderación en la oferta de nuevos títulos por parte de HFF han contribuido a que la oferta de títulos de deuda del Tesoro, con un crecimiento ya de por sí muy relevante, adquiera un gran protagonismo como opción inversora, en un contexto, hay que recalcar de nuevo, en que no existe la opción de invertir en el extranjero en virtud de los controles de capitales.

Existen otros elementos que, en principio, parecerían también favorecer la tendencia a la baja en las rentabilidades de los títulos de deuda pública, aunque su relevancia parece claramente menor que la de los factores que ya se han señalado. En primer lugar, cabría citar un marcado descenso de la inflación, que se había disparado hasta el 18% en términos interanuales en enero de 2009 y decreció hasta el 3% en enero de 2011. Este descenso, dado que el tipo de cambio estaba protegido de depreciaciones adicionales por los controles de capitales, permitió un marcado descenso de los tipos de referencia del Banco Central, con un tipo de cuenta corriente que alcanzaba el 17% a finales de 2008 y que desde inicios del 2011 se situaba por debajo del 5%.

Se podría argumentar que los tipos a la baja habrían favorecido un descenso paralelo de los tipos de rentabilidad de la deuda. Lo que ha posibilitado esta bajada de tipos parece haber sido sobre todo la contracción económica, que el

Banco Central identifica como la principal explicación del descenso de la inflación. Atribuir a este hecho una parte importante de la responsabilidad en el descenso de la rentabilidad de la deuda parecería razonable en un contexto en que los inversores, en función del comportamiento de los precios y de los indicadores monetarios, tomasen sus decisiones de acuerdo a las perspectivas que les ofrecen las diversas alternativas de inversión. Pero en el contexto islandés las opciones inversoras están restringidas por los controles de capitales y, como se ha visto, por la ausencia de alternativas a la propia deuda pública. Eso explica muy bien la elevada demanda de títulos de deuda pública sin necesidad de recurrir a otras variables, como la inflación a la baja. Además, en último término, el descenso de tipos se habría visto posibilitado en gran medida por los controles de capitales que blindaban el tipo de cambio. En definitiva, la inflación y los tipos de referencia a la baja parecen factores secundarios para explicar la evolución de la rentabilidad de la deuda, pero si se les confiere alguna relevancia no hay que olvidar que se derivan en parte de la medida de control de capitales del Gobierno.

En segundo lugar, cabe nombrar un conjunto de factores que, a priori, podrían tener una incidencia positiva en la percepción que los inversores tienen del Estado islandés como prestatario, lo que les llevaría a demandar sus títulos de deuda. Islandia se ha comprometido con el FMI a seguir un plan de consolidación fiscal a medio plazo, lo que en principio ayudaría a hacer creíble la sostenibilidad de su endeudamiento. Por otra parte, el no haberse hecho cargo de la deuda derivada del contencioso *Icesave*, factor al que ya se ha aludido como elemento disuasorio para potenciales inversores, se podría defender aquí como elemento favorable a la credibilidad islandesa como prestatario. En efecto, evita que Islandia se sobrecargue con obligaciones por valor de casi la mitad de su PIB, con lo que mejora su potencial capacidad de repago futuro de otras obligaciones contraídas por el Gobierno, como por ejemplo la nueva deuda emitida. En el mismo sentido, la devaluación de su moneda unida a la potencia tradicional de su sector exportador pesquero parecerían también hacer creíble su capacidad de repago de deuda en el futuro al suponer ambos factores una evidente fuente de dinamismo económico.

En definitiva, parecerían existir en principio argumentos para defender que los inversores cada vez se están fiando más de Islandia como prestatario, pero estos motivos no parecen tener capacidad explicativa del comportamiento de los inversores en un contexto en que éstos no tienen muchas más opciones de inversión aparte de la deuda pública nacional. Es evidente que los inversores presentes en el mercado de deuda islandés no son en absoluto libres de adquirir los activos que consideren más oportuno. Deben invertir solo en Islandia y una vez ahí la deuda pública es claramente la opción más abundante. Por lo tanto, aunque no es posible conocer a ciencia cierta qué opinan los inversores del Estado islandés, lo que sí parece que se puede afirmar es que apenas tienen otras opciones de inversión, aparte de continuar comprando su deuda.

Para concluir este epígrafe, parece adecuado nombrar otros factores que sí parecen muy relevantes para entender la dinámica del mercado de deuda pública islandesa, pero que no han centrado la atención de este análisis. Podrían considerarse causas más fundamentales del fenómeno estudiado. Parece indudable, en primer lugar, la relevancia de la soberanía monetaria de Islandia.

De hecho, es quizá el factor más determinante para permitir el establecimiento del control de capitales. Pero, independientemente de dicho control, la mera existencia de un Banco Central propio con plenas competencias parece favorecer también el desacoplamiento de la dinámica de la deuda islandesa con respecto a la del conjunto de países de la zona euro. La turbulencia financiera que se extiende en torno a estos últimos tiene mucho que ver con la incertidumbre que generan las autoridades europeas, respecto a si serán capaces de coordinar una política o si por el contrario tratarán de librar la batalla contra “los mercados” cada uno por su cuenta. Esta incertidumbre, aunque no hubiese control de capitales, no podría generarse en la misma medida con relación a Islandia, ya que su autoridad monetaria posee un margen de maniobra muy superior al de los países de la zona euro para articular las políticas que crea convenientes.

El segundo factor relevante parece ser el pequeño tamaño de la economía islandesa, que probablemente ha facilitado el mantenimiento de unos controles de capitales que no suponen de hecho una molestia excesiva para los movimientos financieros globales. En el mismo sentido, los capitales extranjeros que no pueden salir de Islandia, alrededor del 30% del PIB de 2010, suponen al tipo de cambio de enero de 2011 unos 3.000 millones de euros, una cifra pequeña en términos de flujos financieros internacionales. El tercer factor adicional a considerar sería la turbulenta coyuntura en los mercados de deuda de la zona euro desde 2010, que probablemente ha contribuido a que la atención de los inversores esté centrada en economías europeas más grandes que la islandesa, en donde las perspectivas de negocio asociado a los mercados de deuda pública son ahora muy considerables.

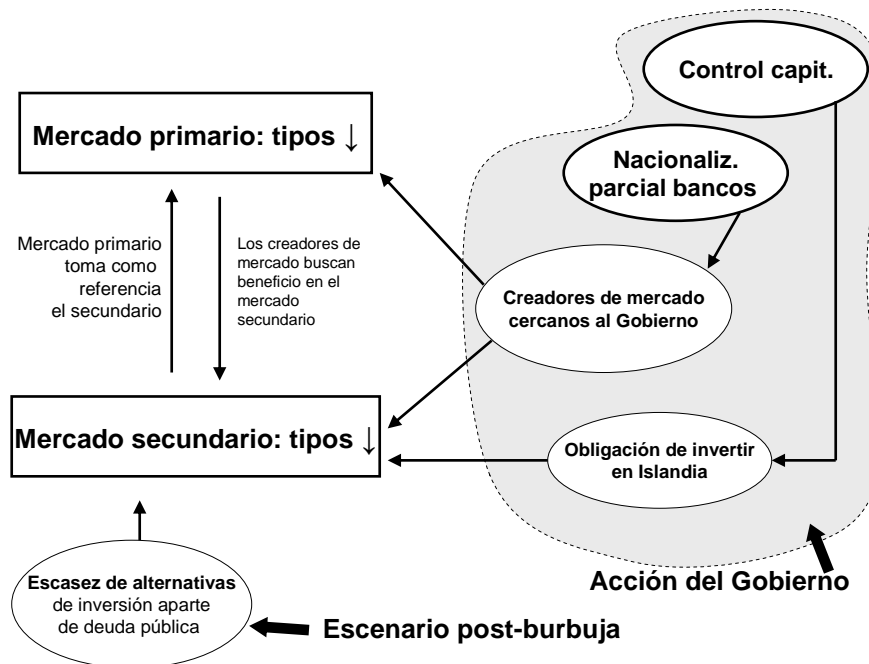
5. Funcionamiento actual del mercado de deuda pública islandesa

El análisis expuesto parece respaldar la conclusión de que la actuación del Gobierno de Islandia permite entender en gran medida el funcionamiento del mercado islandés de deuda pública, una de cuyas manifestaciones es el descenso en la rentabilidad nominal de los bonos en los mercados primario y secundario. Concretamente, los principales resortes que habría utilizado el Gobierno serían la aplicación del control de capitales y el establecimiento de una fuerte interrelación entre Gobierno y sector bancario, incluyendo la nacionalización del banco que actualmente es el mayor de Islandia. Por otra parte, otro factor determinante que ayuda a explicar el fenómeno estudiado y que no es atribuible a la acción gubernamental es el estado en que ha quedado el sistema financiero islandés tras el estallido de la burbuja financiera en octubre de 2008, con una oferta de títulos accesibles a los inversores muy escasa, que convierte a la deuda del Tesoro en la opción más importante para rentabilizar el ahorro.

El funcionamiento del mercado islandés de deuda podría interpretarse a partir de la figura siguiente. En primer lugar, existe una estructura de creadores de mercado de deuda pública fuertemente relacionados con el Gobierno. El control que el Gobierno parece poder ejercer sobre los creadores de mercado facilitaría el éxito en la colocación en el mercado primario de deuda pública con rentabilidades cada vez menores.

Por su parte, en el mercado secundario se vive el mismo fenómeno: también los títulos del Gobierno están cada vez más demandados y se negocian a precios mayores, es decir, con rentabilidades más bajas. Se pueden identificar cuatro factores que contribuirían a este hecho. El primero y principal parece ser el control de capitales que obliga a los inversores tanto extranjeros como islandeses a invertir las coronas que poseen en activos dentro del país.

Figura 10. Islandia. El mercado de deuda pública en 2009 y 2010



Fuente: elaboración propia

El segundo, atribuible también al Gobierno, es de nuevo la estructura de creadores de mercado, que sería proclive también, como en el caso del mercado primario, a facilitar que el mercado secundario se comportara de forma favorable a los intereses del Gobierno. El tercer factor se deriva del fin de la burbuja financiera y es la escasez de activos disponibles para invertir y la disminución de su valor en comparación con la situación previa al colapso, lo que incrementa la demanda de los títulos existentes. El cuarto factor, de nuevo responsabilidad del Gobierno, es el hecho de que la mayor oferta nueva de activos en los que invertir desde la crisis de 2008 la constituyan los títulos de deuda pública.

Ambos mercados de deuda, primario y secundario, no son independientes en absoluto y existen vías de influencia en ambas direcciones que refuerzan aún más las tendencias apuntadas. Los creadores de mercado primario, por definición, compran toda la deuda pública que sale al mercado aunque posteriormente vendan gran parte en el mercado secundario. Además de las comisiones que los creadores de mercado cobran del Gobierno por su trabajo, lógicamente intentarán hacer de la reventa de deuda pública una actividad provechosa. Es decir, tratarán de vender en el secundario los títulos a precios superiores -rentabilidades inferiores- a los que pagaron al Gobierno en el mercado primario. Existe también

influencia desde el mercado secundario al primario. El precio por el que se adjudica deuda en el mercado primario no puede separarse mucho del que en ese momento se está pagando en el mercado secundario por productos similares, con lo que un mercado secundario que marca una tendencia a la baja en las rentabilidades facilitará que la próxima subasta en el mercado primario de títulos tenga lugar con rentabilidades también más bajas.

Este parece haber sido el contexto durante 2009 y 2010, con un mercado de deuda pública en moneda local como fuente principal de financiación del Gobierno tras la crisis, financiación que ha llegado, además, a precios cada vez menores para el Gobierno como consecuencia del descenso en la rentabilidad de los títulos de deuda.

6. Reflexiones finales

En las páginas anteriores se ha puesto de manifiesto la idea de que las actuaciones del gobierno en los mercados financieros para hacer frente a la crisis han tenido un papel importante en la salida de la crisis porque han facilitado financiación abundante y a bajo coste para cubrir las necesidades de financiación pública. De hecho, los últimos datos de crecimiento del PIB muestran que es muy probable que 2011 se cierre con un crecimiento alrededor del 2,5%, gracias al repunte del consumo privado, y la previsión del Banco Central para 2012 mantiene el crecimiento por encima del 2%²⁷⁰. Adicionalmente, y a pesar de que el desempleo se mantiene alto, las políticas fiscales parecen haber contribuido a la mejora de la distribución de la renta, lo que no está ocurriendo en los países del entorno.

El trabajo plantea algunas cuestiones que a nuestro juicio sería interesante abordar en posteriores estudios. Por ejemplo, cuáles son las opciones que tiene Islandia a medio plazo, en qué escenarios sería viable una retirada de los controles de capitales sin excesivos costes en términos de fuga de capitales, o bien qué ventajas e inconvenientes puede suponer la integración en una unión monetaria, algo que ya ha estado siendo objeto de discusión en la propia Islandia. Sin embargo, más allá del análisis realizado surgen algunas cuestiones sobre las que es interesante reflexionar y que se ofrecen aquí a modo de conclusión.

La primera reflexión es si una presencia tan intensa del Gobierno en los mercados financieros podría suponer costes para Islandia. El escenario dispuesto por los controles de capitales puede sintetizarse, en una primera aproximación, como una restricción de las alternativas para la inversión de forma que gran parte del ahorro interno ha acabado siendo canalizado hacia la compra de deuda pública, un ahorro que había sido íntegramente garantizado cuando tomaba la forma de depósitos. Esto supone una restricción evidente para los islandeses, que no son libres de hacer con su dinero lo que estiman más oportuno, y que en cierta forma se ven obligados a financiar a su gobierno si quieren rentabilizar su ahorro. Pero la pregunta pertinente no parece ser qué coste puede tener la medida que está en

²⁷⁰ En un contexto de nueva recesión en las economías europeas, como veremos en los datos de los próximos trimestres.

la raíz de todo, obstaculizar la entrada y salida de capitales, sino más bien si esta opción es más o menos costosa que no establecer ningún control, con el peligro que ello comporta de fuga de capitales y presión al alza, quizá, de las rentabilidades de la deuda pública. Tampoco se debe obviar el reparto de los costes en cada caso. Los controles imponen una carga, en primera instancia, a los inversores que se ven afectados. ¿Quién habría cargado con los costes de una depreciación aun mayor del tipo de cambio y de las dificultades para que el Gobierno encontrara financiación, un escenario posible en caso de no haberse establecido los controles de capitales?

La segunda reflexión se centra en la concepción, cada vez más extendida, de Islandia como modelo a seguir en cuanto a forma de afrontar la crisis haciendo valer la democracia y la participación ciudadana. Estos factores habrían permitido, se argumenta, que el Gobierno llevara a cabo políticas autónomas y desconectadas del dictado de “los mercados”, así como que se viera obligado, por causa de la actuación del Presidente islandés, a consultar a la ciudadanía respecto al caso Icesave, debiendo además cambiar sus planes tras el resultado de los dos referéndum efectuados.

En primer lugar, no parece sensato descartar de plano que haya habido elementos de lucha política en la actuación del Presidente al no refrendar los acuerdos alcanzados en el Parlamento respecto a Icesave, un Presidente que asistió impertérrito a la desregulación financiera y crecimiento de la burbuja correspondiente en los años anteriores al colapso. En segundo lugar, la decisión de no asumir los pasivos con el exterior de los bancos era en cierto modo inevitable, dada su dimensión, y hacer cualquier otra cosa habría sido por entero imposible para la economía islandesa. Por último, merece un comentario la decisión de Islandia de defender a ultranza los intereses de sus ciudadanos, garantizando el 100% de sus depósitos, mientras se discrimina a los depositantes de otros países. El efecto de esta medida, por el momento, es que el coste de las garantías a los depósitos de los extranjeros haya recaído sobre los contribuyentes de Reino Unido y Holanda. Unos contribuyentes que pueden ser tan poco culpables de los desmanes de los bancos quebrados, o incluso menos, que los propios islandeses cuyos gobernantes auspiciaron la burbuja bancaria y financiera. Así, la actuación de Islandia se basa en una rígida separación entre nacionales y extranjeros, garantizando el 100% de los depósitos a los primeros, y nada en absoluto a los segundos. Se ha optado por un criterio de nacionalidad, en lugar de por un criterio de renta. En definitiva, la consideración de Islandia como modelo de funcionamiento democrático en el contexto de crisis actual debiera ponderarse con los elementos anteriores. Sin descartar en absoluto el componente democrático de lo sucedido, cabe como mínimo preguntarse con actitud crítica por otros factores explicativos, así como por algunas de las consecuencias de las medidas islandesas, por ejemplo para los contribuyentes de Reino Unido y Holanda.

La tercera reflexión se centra en la posibilidad de que otros países, para afrontar la crisis, tomasen las medidas que ha tomado Islandia de nacionalización parcial de la banca y establecimiento de controles a los movimientos de capitales. En este trabajo se ha argumentado sobre la relevancia de la acción del Gobierno para entender la evolución de la economía islandesa desde 2008, pero hay que

advertir de la importancia del contexto específico islandés para comprender la realidad observada. Las condiciones de Islandia son muy particulares, por el tamaño de su economía, por su escasa población, por su situación con respecto a Europa, por el hecho de tener una moneda propia, etc. Es imposible discernir la cuota exacta de responsabilidad de estos elementos de contexto en lo sucedido en Islandia, pero sí parece aconsejable una gran prudencia a la hora de establecer comparaciones, analogías, o posibilidades de aplicación de las mismas medidas en otros casos.

La cuarta y última reflexión plantea una comparación entre Islandia y las economías de la zona euro, cuyos Gobiernos parecen preocupados principalmente por intentar ganarse la confianza de los “mercados”, cuya aprobación se entiende como el principal activo al alcance de un país, ya que en ellos se localizan las posibilidades de refinanciación de la deuda pública. El primer problema de ese planteamiento es que no se sabe quiénes son los “mercados”, ni se puede conocer su diagnóstico respecto a la coyuntura económica. Si existiera tal diagnóstico, sería absolutamente cuestionable, desde un punto de vista democrático, que los Estados se plegaran incondicionalmente a él, pero al menos sería posible hacerlo. Pero la realidad es que ni siquiera está claro a qué planteamientos se supone que los Estados deben adherirse para obtener esa aprobación que buscan. Primero se justifica el ajuste por la necesidad de transmitir a los “mercados” confianza en la capacidad futura de repago de la deuda, a través de un compromiso serio para el control del déficit. Pero al mismo tiempo se justifica la continuada presión al alza de las rentabilidades en los mercados de deuda por la poca confianza de los inversores en el crecimiento de la economía, que pone en peligro la capacidad futura de pago de la deuda pública y que se deriva, precisamente, del efecto inhibitorio que el ajuste tiene sobre ese crecimiento. La solución para que mejore la perspectiva de crecimiento es, cómo no, la profundización del ajuste para dotar de mayor flexibilidad a la economía. Y así sucesivamente.

En Islandia, por el contrario, las medidas de control de capitales y nacionalización parcial de la banca dibujan un escenario no sometido a la valoración de los mercados. En él, el Gobierno asume un papel activo en la regulación y conformación del mercado financiero y, en concreto, del mercado de deuda pública, que tal y como está constituido facilita la obtención por parte del Gobierno de financiación a bajo precio.

Para que los Gobiernos de la zona euro, bien por separado o bien conjuntamente, adquirieran un margen de maniobra similar al que tiene Islandia en cuanto a política económica haría falta una acción concertada internacionalmente en materia de regulación financiera, política fiscal y monetaria, algo altamente improbable con el actual diseño de la Unión. Pero eso no hace sino dotar de mayor relevancia al caso islandés, ya que muestra que existen otras posibles opciones para lograr la sostenibilidad del endeudamiento público que no pasan por plegarse al supuesto dictado de los mercados y asumir la receta centrada en exclusiva en la austeridad, el control del gasto y la flexibilidad laboral. La opción islandesa tiene costes, es evidente, y es muy dependiente del contexto específico, por lo que es muy difícilmente trasladable a otros escenarios. Pero nos recuerda que no se debe renunciar a la búsqueda de una política económica propia,

aunque sea distinta de la que dicta la ortodoxia, más aun en el contexto de contracción económica, turbulencia financiera y degradación de la calidad democrática en que vivimos actualmente.

Referencias

- Arion Banki (2010). *Consolidated financial statements for the year 2010*. Arion Banki hf. Reykjavik. Disponible en <http://www.arionbanki.is/?PageID=6396>
- Banco Central de Islandia (2007). *Economy of Iceland 2007*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=237>
- Banco Central de Islandia (2008). *Economy of Iceland 2008*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=237>
- Banco Central de Islandia (2008b). *Rules on foreign exchange, n° 1082/2008, 28 November 2008*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik.
- Banco Central de Islandia (2008c). *Financial Stability 2008*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=308>
- Banco Central de Islandia (2009). *Financial Stability 2009*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=308>
- Banco Central de Islandia (2009b). *Capital Control Liberalization*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=1174>
- Banco Central de Islandia (2010). *Economy of Iceland 2010*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=237>
- Banco Central de Islandia (2010b). *Financial Stability 2010-II*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=308>
- Banco Central de Islandia (2010c). *Annual Report 2010*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=235>
- Banco Central de Islandia (2010d). *Current Policy Issues*. The Central Bank of Iceland. Economics Department, 11 January 2010. Reykjavik. Disponible en <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7629>
- Banco Central de Islandia (2010e). *Rules on foreign exchange, n° 370/2010, 29 April 2010*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=1176>
- Banco Central de Islandia (2011). *Financial Stability 2011*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=308>
- Banco Central de Islandia (2011b). *Capital account liberalisation strategy. Report to the Minister of Economic Affairs. 25 March 2011*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=1174>
- Banco Central de Islandia (varios años). *Monetary Bulletin*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=308>
- Banco Central de Islandia (s.f.). *Agreement concerning issuance of treasury securities and market making in the secondary market*. The Central Bank of Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.lanamal.is/Assets/Sample%20of%20agreementApr2011.pdf>
- Buitter, Willem H. y Anne Sibert (2008). *The icelandic banking crisis and what to do about it: the lender of last resort theory of optimal currency areas*. Centre for Economic Policy Research. Policy insight n° 26. Londres. Disponible una versión previa, de julio de 2008, en http://larahanna.blog.is/users/3b/larahanna/files/buitter_iceland.pdf
- Flannery, Mark J. (2009). *Iceland's failed banks: a post-mortem*. Report for the icelandic Special Investigation Commission. Althingi – Icelandic Parliament. Reykjavik. Disponible en <http://sic.althingi.is/>
- FME (2009). *Annual Report 2009*. The Financial Supervisory Authority, Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.fme.is/?PageID=531>

- FME (2010). *Pension Funds in Iceland. Annual accounts in 2009 and other information*. The Financial Supervisory Authority, Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.fme.is/?PageID=554>
- FME (2011). *Key figures from annual accounts in 2010*. The Financial Supervisory Authority, Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.fme.is/?PageID=540>
- FME (2011b). *Entities supervised by the Financial Supervisory Authority in Iceland*. The Financial Supervisory Authority, Iceland. Reykjavik. Disponible en <http://www.fme.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8482>
- Housing Financing Fund (2011). *Financial Statements for the year 2010*. Housing Financing Fund. Reykjavik. Disponible en <http://www.hff.is/investor-relations/annual-reports-and-statements/>
- ISFI (2010). *Report on the activities of ISFI in 2010*. Icelandic State Financial Investment. Disponible en http://bankasysla.is/files/Skyrsla_BR2010_ENSKA_1991877310.pdf
- Islandsbanki (2010). *Annual Report*. Islandsbanki. Reykjavik. Disponible en <http://www.islandsbanki.is/english/about-islandsbanki/investor-relations/financial-report/>
- Jännäri, Kaarlo (2009). *Report on banking regulation and supervision in Iceland: past, present and future*. Informe para el Gobierno de Islandia. Reykjavik. Disponible en <http://eng.forsaetisraduneyti.is/news-and-articles/nr/3581>
- Landsbankinn (2010). *Financial Statement*. Landsbankinn (NBI hf.). Reykjavik. Disponible en <http://www.landsbanki.is/english/aboutlandsbankinn/profile/financialinformation/>
- Ministerio de Asuntos Exteriores de Islandia (2010). *The Icesave issue*. Factsheet, jun-2010. Gobierno de Islandia. Reykjavik. Disponible en <http://www.mfa.is/publications/>
- Wade, Robert y Silla Sigurgeirsdottir (2010). "Lessons from Iceland". *New Left Review*, nº65 september-october 2010. Londres. Disponible en <http://newleftreview.org/?page=article&view=2859>
- Wade, Robert y Silla Sigurgeirsdottir (2011). "Iceland's meltdown: the rise and fall of international banking in the North Atlantic". *Real-world economics review*, nº56 march 2011. Disponible en <http://www.paecon.net/PAEReview/issue56/WadeSigurgeirsdottir56.pdf>

Prensa

- Economist, The* (2010). "Coming in from the cold; lessons from Iceland". The Economist. London: dec 18, 2010. Vol 397, Iss. 8713; pg. 41.
- Economist, The* (2011). "A parable of two debtors; Charlemagne". The Economist. London: apr 16, 2011. Vol 399, Iss. 8729; pg. 61.