

ISLANDIA: REGULACIÓN FINANCIERA Y ABARATAMIENTO DE LA DEUDA
PÚBLICA TRAS EL COLAPSO BANCARIO DE 2008

*ICELAND: FINANCIAL REGULATION AND REDUCTION IN THE PRICE OF THE
PUBLIC DEBT AFTER THE BANKING COLLAPSE IN 2008*

Pablo Aguirre

Instituto Complutense de Estudios Internacionales, UCM
pablo.aguirre@icei.ucm.es

Nuria Alonso

Universidad Rey Juan Carlos
nuria.alonso@urjc.es

Recibido: junio de 2012; aceptado: noviembre de 2012

RESUMEN

Islandia sufrió la quiebra casi total de su sistema bancario en 2008, desatándose como consecuencia de ello una crisis económica de gran magnitud. El rescate parcial de los bancos y los importantes déficit públicos en los años siguientes al colapso han supuesto un enorme incremento de la deuda pública. Sin embargo, el coste de la misma para el Gobierno ha sido cada vez menor. Este trabajo sostiene que el factor más determinante para explicar este fenómeno es la intervención del Gobierno en el mercado financiero, a través del establecimiento de una intensa regulación de la salida de capitales así como la nacionalización parcial del sector bancario.

Palabras clave: Deuda pública; Regulación financiera; Regulación de flujos de capital.

ABSTRACT

The banking system in Iceland was on the verge of total collapse in 2008 and that was the starting point of a huge economic crisis. Since then, public debt has increased remarkably due to both the partial rescue of banks and the financing of the public deficit that the crisis has produced. However, as time went on, the cost of the public debt has become increasingly lower for the Government. This paper argues that one of the most important factors to explain this phenomenon is Government intervention in financial markets, through the establishment of strong capital outflows regulation and the partial nationalization of the banking sector.

Keywords: Public Debt; Financial Regulation; Capital Flows Regulation.

Clasificación JEL: G18, G28, H63.

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. Islandia fue uno de los países que más rápidamente se vio afectado por la desconfianza que se instaló en los mercados interbancarios internacionales. Sus tres mayores bancos, con grandes pasivos en moneda extranjera que no fueron capaces de seguir refinanciando, quebraron 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 de Islandia (BCI), 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. En conjunto, la reactivación del sistema financiero ha tenido un coste equivalente al 43% del PIB (Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012b:14).

Adicionalmente, Islandia ha mantenido tras el colapso bancario unas políticas sociales de gran envergadura, logrando que la desigualdad en la renta disponible disminuyera en 2009 y 2010, lo que invirtió la tendencia de incremento en la desigualdad que aparecía durante los años previos a la crisis (Ólafsson, 2011:25). Estos gastos se acometieron en 2009 y 2010, años en que el PIB real experimentó crecimientos negativos del -7% y -3,5% respectivamente.¹

La sobrecarga fiscal por el lado del gasto junto con la contracción de los ingresos en el contexto de recesión económica han supuesto para el Estado islandés enormes necesidades de financiación. Baste decir que la deuda pública equivalía al 25% del PIB en el inicio de la crisis y suponía a finales de 2011 alrededor del 100% del PIB (BCI), debiéndose este incremento principalmente a la emisión de deuda negociable en moneda local.

¹ Los datos estadísticos, cuando no se indica lo contrario, se han obtenido de Statistics Iceland y del Banco Central de Islandia (véanse las Referencias bibliográficas y estadísticas). Fecha de acceso a los enlaces web que se facilitan: 29 de mayo de 2012.

Pero lo cierto es que, 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 hizo sino descender durante 2009 y 2010 y se ha mantenido estable en estos niveles relativamente bajos en 2011 y la primera mitad de 2012. El coste de la deuda para el Gobierno islandés es comparable al que supone para otras economías como España o Italia, y muy inferior al de Irlanda, Portugal o Grecia.

Este fenómeno merece atención, sobre todo en un contexto en que los gobernantes de prácticamente todos los Estados defienden sin matices la necesidad de ganarse la confianza de los mercados como meta primordial que oriente su acción política, objetivo al cual se supeditan la mayor parte de políticas domésticas. Islandia parece haberse distanciado claramente de esta postura de aceptación del diagnóstico de los mercados. El abaratamiento de la deuda pública ha permitido al Gobierno actuar con un margen de maniobra muy considerable, teniendo en cuenta los desafíos que afrontaba la economía islandesa.

Este trabajo argumenta que la decidida intervención del Gobierno islandés en el mercado financiero doméstico explica en gran medida el bajo coste del endeudamiento público. El establecimiento de una fuerte regulación de los movimientos de capitales y la nacionalización parcial del sector bancario parecen ser factores extraordinariamente relevantes para explicar 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.

Después de esta introducción, el trabajo se estructura como sigue. En el segundo epígrafe se ofrece una breve panorámica del tratamiento que la literatura ha dado al fenómeno del abaratamiento de la deuda pública en Islandia derivado de la intervención estatal en los mercados financieros. El tercer epígrafe describe el comportamiento del mercado de deuda pública en Islandia durante los últimos años, atendiendo al volumen y composición de la deuda, a su rentabilidad y a los tenedores de la misma. En el cuarto epígrafe se exponen los principales factores explicativos de las tendencias detectadas. El quinto epígrafe ofrece una visión de conjunto, a partir del análisis realizado, del funcionamiento del mercado de deuda pública en Islandia. Por último, en el sexto epígrafe se ofrecen algunas reflexiones finales que suscita la temática analizada.

2. ABARATAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA LITERATURA: ALGUNAS PRECISIONES

El abaratamiento de la deuda pública en un contexto de fuerte implicación del Gobierno en la regulación de los mercados financieros ha recibido un extenso tratamiento en la literatura económica. Un concepto ampliamente utilizado en este sentido es la denominada “represión financiera”, definida de formas diversas, por ejemplo como un contexto en que las políticas públicas no permiten al sector financiero funcionar al 100% de su capacidad (Roubini et ál., 1995: 277), o bien como aquella situación en que los tipos de interés son artificialmente bajos y existen severas distorsiones en la dinámica de

ahorro e inversión (Giovannini et ál., 1993: 954). Esta “represión financiera”, entre otros beneficios, ofrecería al Gobierno el acceso a una financiación más barata, dado que genera escenarios de tipos de interés más bajos (Dooley, 1995; Battilossi, 2003). La regulación de los flujos de capital sería uno de los elementos primordiales de este tipo de políticas, constituyendo el elemento coercitivo que obliga a los residentes a estar sujetos a este régimen regulatorio “represivo” desde el punto de vista financiero (Battilossi, 2003:10).

Empíricamente, Reinhart y Rogoff identifican la “represión financiera” como uno de los factores que permitió a países desarrollados y en desarrollo extender fácilmente y a buen precio los volúmenes de deuda pública en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial (Reinhart et ál., 2009:66). La conclusión de Alesina *et al.* es similar en el caso de 20 economías de la OCDE entre 1950 y 1989 (Alesina *et al.* 1993:15). Hay también aportaciones teóricas que consideran la regulación de los flujos de capital como un segundo óptimo en términos de política impositiva, una forma de obtener ingresos fiscales cuando no es posible hacerlo de otras forma, debido a importantes distorsiones del sistema fiscal o a la ausencia de capacidad recaudatoria en las estructuras del Estado (Roubini et ál., 1995; Giovannini et ál., 1993).

Es difícil, sin embargo, considerar que el caso de Islandia pueda enmarcarse adecuadamente en las aportaciones señaladas. Es cierto que la deuda pública se ha abaratado y que, según sostiene este trabajo, ello se debe en gran medida a la implicación del Gobierno en el funcionamiento de los mercados financieros. Pero Islandia actualmente es un país muy distinto de los países con los que se relacionan los trabajos mencionados. No es un país que abre paulatinamente su cuenta de capital pero garantizando un cierto colchón de financiación para el Estado –como eran los países OCDE tras la segunda guerra mundial- ni mucho menos un país que recurra a la implicación estatal en la regulación de los mercados financieros porque carezca de capacidades para aplicar otro tipo de políticas impositivas. Islandia es una economía de las más ricas del mundo, con unas capacidades institucionales del máximo nivel, que ha utilizado las políticas de regulación de la actividad financiera como respuesta a un colapso total de su sistema bancario. En suma, cabe considerar las aportaciones señaladas simplemente como una referencia a título informativo, pero poco más, dada la singularidad del caso islandés.

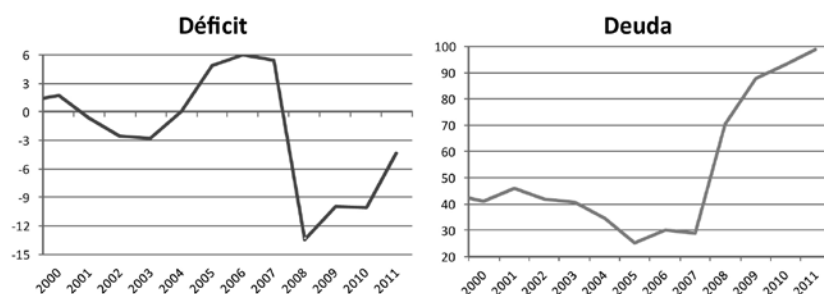
Por último, una cuestión de nomenclatura. Términos como “represión financiera” o, en menor medida, “control de capitales”, tienen a nuestro juicio una carga peyorativa implícita, cuando lo más razonable pareciera ser utilizar una terminología más neutra. Por ejemplo, si se tratara el tema de los requerimientos de capital a los bancos para minimizar los riesgos de insolvencia parece más adecuado hablar de “regulación bancaria” que de “control bancario” o de “represión bancaria”. José Antonio Ocampo ha destacado ya de forma reiterada este tema en lo que concierne a la regulación de la cuenta de capital (Ocampo, 2012). En este trabajo, para aludir a las políticas que afectan a la entrada y salida de capitales, se utilizará el término “regulación de capitales” y no “control de los capitales” ni tampoco, en un sentido más amplio, “represión financiera”.

3. EVOLUCIÓN Y COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA ISLANDESA

3.1. INCREMENTO DEL NIVEL DE DEUDA

Como consecuencia del colapso financiero de 2008 y la recesión económica subsiguiente, se produjeron tanto una importante caída de los ingresos públicos como un incremento de los gastos. El déficit sobre el PIB alcanzó el -13,5% en 2008 y el -10% en 2009 y 2010, decreciendo hasta el -4,4% en 2011, cuando en 2006 y 2007 Islandia presentaba uno de los superávits más elevados de mundo desarrollado. En el caso del indicador de deuda bruta como porcentaje del PIB, ha pasado de suponer poco más del 25% en 2007 a encontrarse cerca del 100% en 2011, según los datos que proporcionan Eurostat y el Banco Central de Islandia (gráficos 1 y 2).²

GRÁFICOS 1 Y 2. INDICADORES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA EN PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Eurostat y Banco Central de Islandia.

Sin embargo, los datos que se obtienen agregando uno por uno todos los pasivos tanto del Tesoro como del Banco Central sugieren una cifra de deuda bruta que rondaría en 2011 del 119% del PIB (tabla 1). Se trata en cualquier caso de un incremento extraordinario en un periodo de tan solo 4 años. La deuda negociable en moneda local ha sido la partida más dinámica, cuadruplicando su peso con respecto al PIB entre 2007 y 2011. La recapitalización del Banco Central y los bancos comerciales supone en 2011 un volumen de deuda equivalente al 22% del PIB, mientras que la deuda con el FMI suponía a final de 2011 el 16% del PIB. A ello habría que añadir un pasivo del 13% del PIB en forma de préstamos contraídos por el Tesoro con distintos países en el marco del acuerdo de asistencia suscrito con el F.M.I.

² 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.

TABLA 1. DEUDA PÚBLICA EN PORCENTAJE DEL PIB

	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Deuda pública</i>	24,72	70,97	104,01	106,35	119,46
Deuda del Tesoro	23,12	44,08	87,80	84,32	91,76
En ISK	11,29	22,60	63,92	62,05	64,24
Bonos y letras	9,01	20,28	29,80	35,04	38,44
Recap. Banco Central	0,00	0,00	19,61	10,65	10,55
Recap. Bancos	0,00	0,00	12,12	12,59	11,88
Otros	2,28	2,32	2,39	3,76	3,36
En divisas	11,83	21,48	23,88	22,27	27,53
Préstamos bilaterales y sindicados	n.d.	n.d.	n.d.	8,30	13,50
Bonos en divisas	n.d.	n.d.	n.d.	14,08	14,03
Banco Central (pasivo con el exterior)	0,01	25,10	13,64	18,80	24,48
Préstamo del FMI	0,00	7,05	8,74	10,18	16,25
Municipalidades (bonos negociables)	1,59	1,79	2,56	3,24	3,23
<i>Deuda respaldada por el Gobierno</i>	68,31	84,12	90,40	84,75	81,13
Housing Financing Fund	44,30	47,85	51,86	53,48	52,07

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de Government Debt Management y Banco Central de Islandia.

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 *Housing Financing Fund*, un fondo hipotecario respaldado por el Tesoro, que supone en 2011 el 52% del PIB.³ Las cifras ofrecidas en este análisis no incluyen el monto que Reino Unido y Holanda le reclaman a Islandia por las indemnizaciones que otorgaron a los depositantes en las cuentas de *Icesave*.⁴

3.2. LA RENTABILIDAD DE LOS TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA

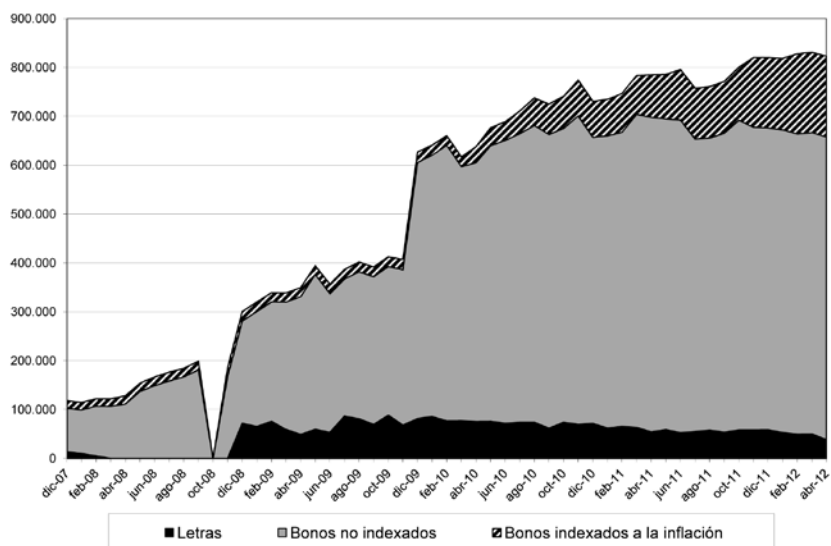
La deuda negociable del Tesoro islandés en moneda local se compone de bonos y letras ordinarios junto con otro tipo de bonos que están referenciados o indexados a la inflación (gráfico 3). El instrumento más abundante es el bono

³ 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.

⁴ Para una visión actualizada muy concisa del contencioso *Icesave* véase FMI (2012c:7). Para un análisis extenso de la discusión legal en torno a si Islandia tiene o no obligación de pagar a Reino Unido y Holanda lo que éstos le reclaman por las indemnizaciones a los depositantes, véase Méndez Pinedo (2011).

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 hasta 20 años. Este tipo de bonos suponía en abril de 2012 el 75% de la deuda negociable viva del Tesoro en moneda local (Government Debt Management). El resto se compone de bonos indexados a la inflación (20% del total), y Letras del Tesoro (5% del total). En lo sucesivo el análisis se centra en los bonos nominales y las letras.

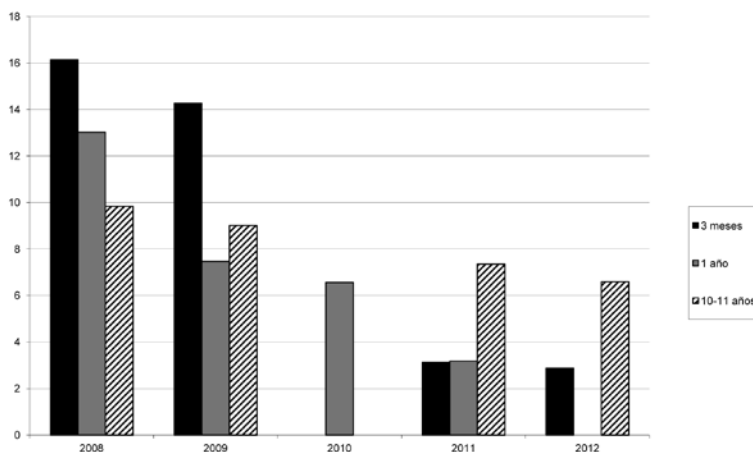
GRÁFICO 3. VOLUMEN DE DEUDA NEGOCIABLE POR INSTRUMENTOS (MILL. DE ISK)



Fuente: Government Debt Management.

Las rentabilidades a las que los inversores han aceptado la deuda emitida por el Gobierno en el mercado primario han descendido a lo largo de 2009, 2010 y 2011, tanto para los bonos como para las letras (gráfico 4). Para calcular la rentabilidad de la deuda con un determinado plazo de vencimiento en un determinado año se han tomado en consideración todas las subastas a lo largo de ese año en que se emiten títulos con vencimiento similar a partir de la fecha de emisión. Se ha calculado una media de la rentabilidad de los títulos adjudicados en las distintas subastas, ponderando la rentabilidad de los títulos colocados en cada una de las subastas por el volumen total de deuda adjudicado en ellas.

GRÁFICO 4. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA 2008-2012. RENTABILIDADES DE BONOS Y LETRAS PARA DISTINTOS PERIODOS DE VENCIMIENTO (%)*



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Government Debt Management.

(* Los datos incluyen las subastas celebradas hasta abril de 2012. Para obtener una serie representativa del coste de financiación a largo plazo, se han combinado en una sola serie los datos para bonos con vencimiento a 10 años (2009 y 2012) con los disponibles para bonos con vencimiento a 11 años (2008 y 2011).

En el mercado secundario se observan las mismas tendencias para los bonos del Tesoro: las rentabilidades nominales han decrecido en 2009 y 2010 y se mantienen relativamente estables en 2011 y la primera mitad de 2012. 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.

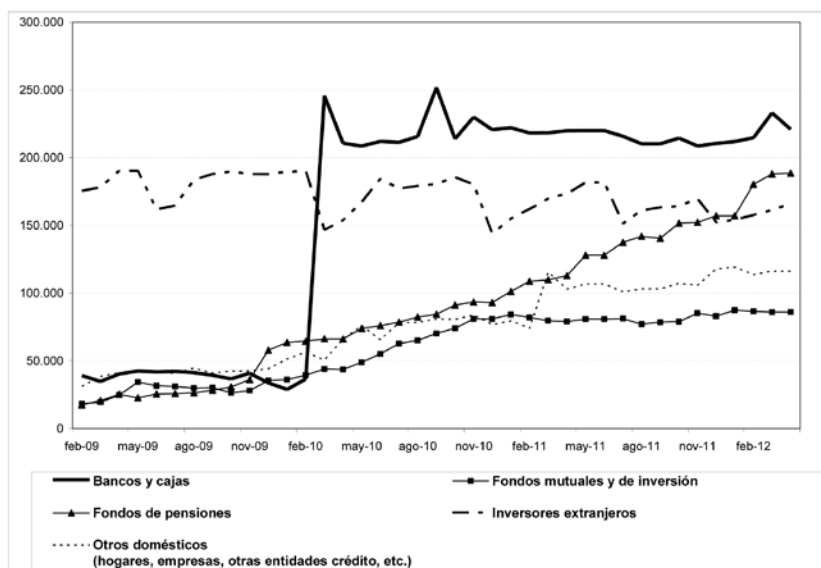
3.3. TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA

Al igual que el volumen y las rentabilidades de la deuda, la distribución de la deuda entre sus tenedores ha sufrido también cambios importantes desde el inicio de la crisis. En abril de 2012 los principales tenedores de bonos eran los bancos y cajas islandeses (poseían un 28% del total de bonos), seguidos de los fondos de pensiones islandeses (24%), los inversores extranjeros (21%) y los fondos de inversión domésticos (11%). 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 algo más de tres años, sobre un volumen total de bonos que se ha multiplicado en términos nominales por 2,8, los inversores extranjeros han sido los únicos que han mantenido exactamente sus posiciones, mientras que el resto de agentes las han incrementado, aunque de forma variable (gráfico 5).

Los bancos han multiplicado el volumen nominal de deuda del Tesoro en sus balances por seis, pero cabe destacar que este incremento 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.

GRÁFICO 5. TENEDORES DE BONOS (VOLUMEN EN MILLONES DE ISK)



Fuente: Government Debt Management.

El resto de agentes inversores domésticos son los que están absorbiendo por completo el nuevo volumen de deuda emitida por el Tesoro en forma de bonos. Así, los fondos de pensiones han multiplicado el valor nominal de bonos del Tesoro por once, los fondos de inversión por cinco, y el resto de inversores domésticos por cuatro.

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 claramente los extranjeros, que poseen en abril de 2012 el 70% del total de este tipo de activos.

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 en volumen nominal, con un valor de títulos en su poder oscilando en torno a los 200.000 millones de ISK, alrededor del 12% del PIB, y una muy leve tendencia a la baja. Sin embargo, al no adquirir nueva deuda, su peso relativo como tenedores de deuda negociable del tesoro (bonos y letras) no ha hecho sino descender, desde un 58% del total de la deuda a principios de 2009 hasta el 23% del total en abril de 2012.

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. De hecho, la oferta de bonos con vencimiento más breve acaba casi en su totalidad en manos de los inversores extranjeros.

4. FACTORES EXPLICATIVOS

4.1. REGULACIÓN DE LA SALIDA 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. A principios de septiembre de 2008 el tipo de cambio se situaba ya en 122 ISK/EUR. La caída de Lehman Brothers frenó aun más la afluencia de liquidez externa, lo que unido al colapso bancario que se inició en Islandia a finales de septiembre de 2008 no hizo sino debilitar aun más la moneda. En un intento por detener esta espiral, el Gobierno aplica las primeras restricciones sobre el cambio de divisas el 10 de octubre de 2011.

Poco después se firma el acuerdo *Stand By* con el FMI, cuyo foco de atención prioritario en el corto plazo es precisamente la estabilización del tipo de cambio, a fin de evitar un mayor deterioro de los balances de entidades financieras, empresas y hogares.⁵ 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. El mantenimiento de los tipos de interés en torno al 18% y la intervención en el mercado de divisas gracias a las

⁵ Para una descripción del acuerdo *Stand By Agreement* firmado entre el FMI e Islandia en noviembre de 2008 véase FMI (2012c:5).

reservas proporcionadas por el FMI no se antojaban medidas suficientes para lograr este objetivo, dada la desconfianza existente y el consiguiente riesgo de fuga de capitales. La regulación estricta de las salidas de capitales parecía la única salida viable y es así como a finales de 2008 el Gobierno decide institucionalizar y dotar de un marco legal consolidado a esta política de regulación sobre los flujos de capital.

El marco normativo actual permite la salida de divisas solamente cuando se relacionan con la cuenta corriente, es decir, por importaciones y pagos de intereses derivados de obligaciones contraídas con residentes extranjeros.⁶ Los inversores residentes en Islandia no pueden comprar divisas para invertir fuera de Islandia. Por su parte, los inversores no residentes con activos nominados en coronas 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.⁷ La regulación sobre los flujos de capitales se ha retocado en numerosas ocasiones a fin de cerrar algunas vías que los inversores utilizaban para evadir las restricciones (Viterbo, 2011).

La regulación ha sido exitosa a la hora de estabilizar el tipo de cambio en torno a 160 IEK/EUR. Sin embargo, el hecho que se quiere destacar aquí es su influencia en el mercado de deuda pública. Tanto la restricción a los residentes para comprar divisas con que invertir como la imposibilidad para los no residentes de repatriar la inversión realizada favorecen una mayor demanda de títulos de deuda pública, y así lo han reconocido explícitamente tanto el Banco Central en su boletín periódico (BCI, *Monetary Bulletin* 2010-4:44) como posteriormente el FMI (FMI, 2012b:20). Una mayor demanda de deuda pública favorece un incremento del precio de los títulos o, lo que es lo mismo, un descenso de su rentabilidad, lo que supone el abaratamiento del precio que el Gobierno debe pagar por obtener financiación.

Tras tímidas y no muy efectivas iniciativas de liberalización (BCI, 2009), en marzo de 2011 el Banco Central elabora una nueva estrategia para levantar la regulación sobre los capitales, aunque sin plantear plazos concretos para llevarla a término (BCI, 2011).⁸ El principal problema, según el análisis del Banco Central, se relaciona con los inversores no residentes, que tienen activos en coronas

⁶ Este marco normativo se ha ido modificando progresivamente, principalmente para cerrar resquicios que los inversores iban descubriendo para evadir los controles. Actualmente las normas vigentes pueden encontrarse en *Act No. 127/2011 amending the Foreign Exchange Act, the Customs Act and the Act on the Central Bank of Iceland*, en <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9352>. Una clarificación que el Banco Central ofrece para los inversores se encuentra en Banco Central de Islandia (2012).

⁷ El control de capital ha generado un mercado *offshore* de coronas islandesas, en el que los inversores con activos 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. Para un minucioso análisis desde el punto de vista legal de cómo ha ido evolucionando el marco de los controles de capitales y en qué medida puede contravenir la legislación del Espacio Económico Europeo, véase Viterbo (2011).

⁸ Una concisa explicación de la estrategia de liberalización puede encontrarse en FMI (2011:14).

por valor del 25% del PIB o del 40% de las reservas (FMI, 2012a:17).⁹

Estos activos están en forma de depósitos o de títulos de deuda a corto plazo. Es decir, son activos altamente líquidos, con lo que parece clara la disposición de gran parte de estos inversores a salir de Islandia tan pronto como sea posible, con el riesgo que esto supone de salida masiva de capitales.¹⁰

La estrategia para levantar las restricciones articula medidas para atraer inversores con divisas que deseen adquirir activos de largo plazo en moneda islandesa. Las divisas proporcionadas por éstos serán vendidas a aquellos inversores que deseen deshacer sus posiciones en Islandia. Este proceso se llevará a cabo a un ritmo que no comprometa la estabilidad financiera. Cuando esté suficientemente avanzado, se procederá paulatinamente a relajar la regulación sobre los activos de los residentes. En mayo de 2012 esta estrategia había logrado escasos avances, porque es difícil actualmente atraer inversión de largo plazo a Islandia. El total de activos en ISK en manos de inversores no residentes “impacientes” se había reducido tan solo en un volumen del 2% o el 3% del PIB, con lo que las perspectivas de levantamiento de la regulación sobre los capitales a medio plazo son, cuando menos, muy inciertas.¹¹

Los riesgos que se derivan del levantamiento de las restricciones son múltiples. Además de la fuga de capitales y la consiguiente depreciación de la divisa, existe un riesgo elevado de que caiga de forma importante la demanda de títulos de deuda del Tesoro, con lo que se encarecería la financiación del déficit público. El Banco Central afirma que existe una clara amenaza en este sentido si la liberalización se lleva a cabo antes de que la confianza de los inversores en Islandia, tanto residentes como extranjeros, esté completamente restaurada (Guðmundsson, 2012).

En definitiva, parece claro que la restricción que impone la regulación vigente actualmente a los inversores garantiza que los fondos que se pueden movilizar en el interior de Islandia, tanto de inversores residentes como no residentes, 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 y, en consecuencia, una tendencia a la baja en las rentabilidades de la deuda pública.

⁹ 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.

¹⁰ 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.

¹¹ La información referente a las subastas de divisas y de activos en ISK con las que el Banco Central intenta llevar a cabo la estrategia de liberalización de los controles está disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=1174>.

4.2. 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 de nuevo 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 representar al Estado en las entidades financieras de las que es copropietario y evitar conflictos de intereses que pudieran surgir.

En octubre de 2008 el Gobierno intervino los tres bancos quebrados aportando capital y convirtiéndose en su propietario, para a continuación dividirlos creando tres nuevos bancos (FME, 2009:12; Herbertsson, 2008:4). 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 ofreció a los acreedores de los bancos originales cambiar sus reclamaciones sobre los activos de las entidades en quiebra por títulos de propiedad de los bancos nuevos, con un descuento sobre la deuda inicial. Así, daban por perdida una parte de sus reclamaciones pero a cambio se convertían en propietarios de entidades que actualmente son rentables (FMI, 2012b:13). Landsbankinn, heredero del antiguo Landsbanki que había lanzado las cuentas *Icesave* y actualmente el banco más grande de Islandia por valor de activos (Autoridad Supervisora Financiera de Islandia (FME), 2011), 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 holding 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 cuando antes de la quiebra los tres bancos originales tenían activos por valor de 10 veces el PIB (BCI, 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). Por otra parte, las cajas de ahorros tienen activos por valor del 26% del PIB (BCI, 2010: 33), aunque han

visto reducido su número en los últimos años. En 2007 había 23 mientras que en 2011 tan solo quedan 10 (BCI, 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. 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 reciben además beneficios adicionales en función de su contribución a la dinamización del mercado secundario, cuando compran y venden títulos del Estado que ya están en circulación (BCI, 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. En suma, a cambio de contrapartidas acordadas, los creadores de mercado realizan un servicio al Gobierno facilitando que éste obtenga financiación de los mercados financieros.

En el caso de Islandia, el Tesoro tiene firmados acuerdos con los 4 bancos más importantes 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. Lo relevante es que este grupo de entidades está ciertamente muy cerca del Gobierno. Su miembro más destacado 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 holding privados de forma que el Estado se garantizó una presencia, aunque mínima, en sus instancias de dirección. Se trata de un sistema bancario que fue rescatado en su práctica totalidad y en el que el Gobierno se ha reservado, conscientemente, una cuota de propiedad y control. Ahora todo ese sistema bancario lleva a cabo tareas de creación de mercado de deuda. Una estructura de creadores de mercado como la islandesa parece un factor que claramente puede favorecer una tendencia a la baja en las rentabilidades de la deuda pública, tanto en el mercado primario como en el secundario.

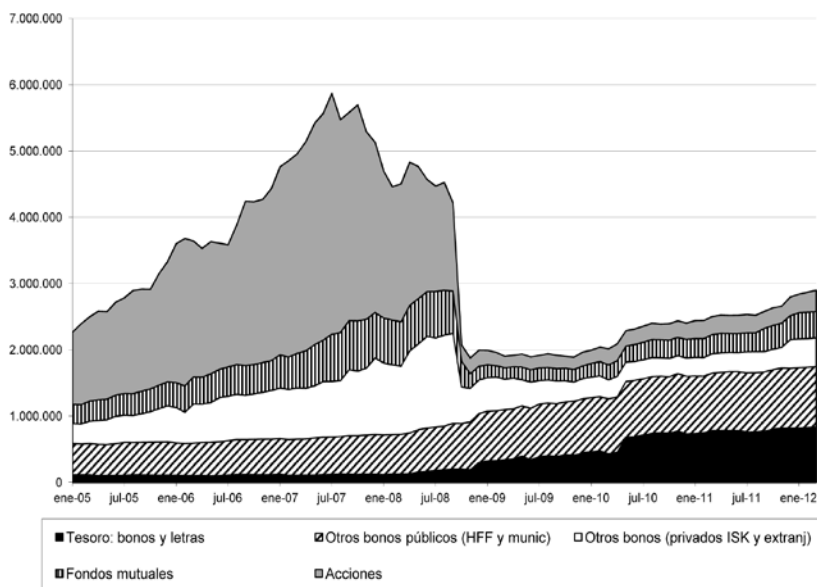
Por lo que respecta al mercado primario, la cercanía al gobierno puede favorecer que la deuda salga al mercado directamente con unos tipos ventajosos para el Gobierno, es decir, reducidos. En el mercado secundario el comportamiento de los creadores de mercado refuerza también esta misma tendencia. Los bancos comerciales son los que compran casi toda la deuda en las subastas del mercado primario, ya que solo uno de los creadores de mercado no es un banco comercial y su importancia frente a los bancos es reducida en cuanto a tamaño. Ya se ha mostrado que los bancos mantienen una exposición estable a la deuda pública desde que fueron recapitalizados a principios de 2010. Ello indica que estarían revendiendo en el mercado secundario prácticamente toda la deuda que compran en el mercado primario. Únicamente se quedarían con aquellos títulos que les permiten sustituir a los que ya poseen en su cartera, cuando éstos llegan a su vencimiento. Pues bien, es razonable pensar que lo bancos intentarán hacer de esa operación de reventa de deuda una fuente de beneficio. Por lo tanto, tratarán de vender los títulos más caros de lo que los compraron, facilitando que las rentabilidades en el mercado secundario sean, si acaso, menores que en el primario.

Por último, 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. Así pues, la configuración actual del sector bancario islandés -fuertemente ligado al Gobierno, participando en bloque en la creación del mercado de deuda pública y revendiendo en el mercado secundario toda la deuda que adquiere en el mercado primario- parece tener también cierta capacidad explicativa del descenso en la rentabilidad de la deuda pública

4.3. EL MERCADO ISLANDÉS DE TÍTULOS

Existe un factor explicativo del descenso de la rentabilidad de la deuda pública que no tiene que ver con la acción del Gobierno, sino con la situación de los mercados financieros en Islandia tras el colapso bancario: una marcada escasez de alternativas de inversión a la deuda pública. La dimensión y conformación del mercado islandés de títulos durante los últimos años es fiel reflejo tanto del crecimiento de la burbuja financiera como de su posterior estallido (gráfico 6). 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, cuyo volumen cae un 64%, y se relaciona con una moderación de la euforia financiera que ya estaba presente en los mercados internacionales en aquellos meses.

GRÁFICO 6. VALOR DE LOS TÍTULOS NEGOCIABLES (MILLONES DE ISK)



Fuente: Banco Central de Islandia

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 descendió 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 (BCI, 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, en términos de PIB, de lo que fue en su punto álgido, en julio de 2007.

La deuda emitida o respaldada por el Estado es la única que incrementa su volumen desde el colapso bursátil, 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 municipa-

lidades o del *Housing Financing Fund* (HFF). La quiebra bancaria hace que estos activos, en octubre de 2008, pasen a suponer ya el 43% del volumen de inversión accesible. A partir de ahí han incrementado su peso en el total hasta un 60% del total de activos disponibles en marzo de 2012, alrededor del 100% del PIB. Sin embargo, hay diferencias entre los componentes de esta partida.

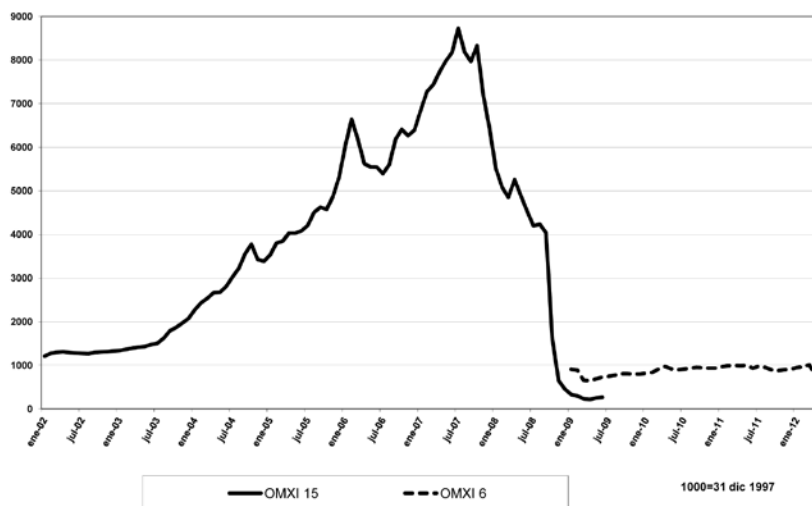
La deuda de HFF respaldada por el Estado supone el 52% del PIB a finales de 2011 pero alcanzaba ya un valor del 45% del PIB en octubre de 2008, habiéndose incrementado su volumen nominal en un 27%. Por su parte, la deuda negociable del Tesoro en moneda local suponía un 50% del PIB a final de 2011, pero su peso en octubre de 2008 era tan solo del 14% sobre el PIB, y su volumen nominal se ha multiplicado por un factor de cuatro. Es esta partida de deuda pública negociable, por lo tanto, la que se ha mostrado más dinámica,

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 representan a finales de 2011 el 16% del PIB, prácticamente como en octubre de 2008.

Los títulos de empresas merecen un comentario aparte. El índice OMXI 15, que agrupaba a las empresas más demandadas del mercado, había sufrido ya en septiembre de 2008 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 7). 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 (BCI, 2010:37; BCI, 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 OMXI 6, que agrupa a las seis empresas más importantes. En mayo de 2012 sólo había 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 7. ISLANDIA (2002-2011). ÍNDICES DEL MERCADO DE VALORES



Fuente: Banco Central de Islandia.

En síntesis, en comparación con el resto de títulos negociables a disposición de los inversores a principios de 2012 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, cuadruplicándolo en términos nominales entre octubre de 2008 y marzo de 2012. De los nuevos títulos de inversión lanzados al los mercados en este periodo de tiempo, el 62% por valor nominal corresponde a bonos y letras del Tesoro.

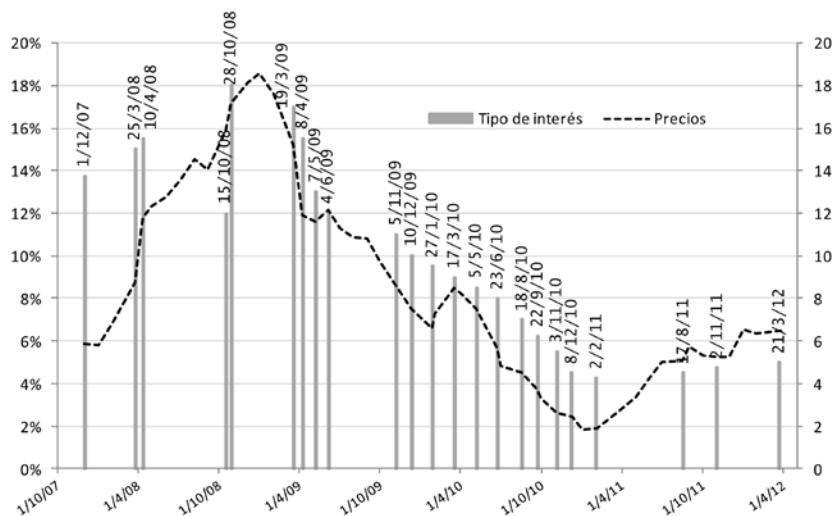
Si se tiene en cuenta que las emisiones de deuda pública de 2008 ya están relacionadas con la burbuja financiera y las necesidades de financiación que ésta generó en el Gobierno, puede decirse que la burbuja y su estallido han provocado que la deuda del Tesoro incremente de forma aun más destacable su 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 marzo de 2012 hasta un 29% 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 las restricciones a las salidas de capitales.

4.4. DESCENSO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL BANCO CENTRAL

Un último factor explicativo del descenso en la rentabilidad de la deuda pública parece ser la moderación en la tasa de inflación. En tasa interanual, los precios habían ido creciendo en 2008 paralelamente a la depreciación de la ISK, hasta alcanzar el 18,6% en enero de 2009. Posteriormente, el ritmo de incremento de los precios se ha moderado de forma marcada, alcanzando el 2% en febrero de 2011 y manteniéndose en la primera mitad de 2012 entre el 5% y el 6% (gráfico 8).

GRÁFICO 8. INFLACIÓN (IPC) Y TIPO DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN



Fuente: Banco Central de Islandia.

Este descenso, dado que el tipo de cambio estaba protegido de depreciaciones adicionales por la restricción de la salida de capitales, ha permitido un marcado descenso de los tipos de referencia del Banco Central, con un tipo de cuenta corriente que alcanzaba el 15% a principios de 2009 y que desde inicios del 2011 se ha situado alrededor del 5%.

Una primera lectura del efecto de este descenso en paralelo de la inflación y de los tipos del Banco Central es facilitar la recuperación económica abaratando el acceso al crédito. Pero el efecto que se quiere destacar tiene que ver, de nuevo, con la rentabilidad de la deuda pública. Por una parte, menores tipos de intervención del Banco Central facilitan una menor remuneración de los depósitos bancarios, lo que favorece que los títulos de deuda pública, que compiten con los bancos para captar el ahorro, se negocien con rentabilidades más bajas. Por otra parte, una menor inflación posibilita que los títulos de deuda pública sigan siendo atractivos aún con rentabilidades nominales menores.

Cabe decir que la relevancia de este factor parece menor que los señalados anteriormente ya que es en gran medida consecuencia de uno de ellos: la restricción de la salida de capitales. Un tipo de cambio protegido de la fuga de capitales hace que ya no sea necesario mantener tipos de intervención tan altos para proteger la divisa. Y una divisa que no se desploma evita aumentos de precios derivados de un mayor encarecimiento de las importaciones. En este sentido, por lo tanto, el factor que alude a la política monetaria y la inflación no podría considerarse un factor por completo independiente de los ya discutidos, sino en gran medida derivado de ellos.

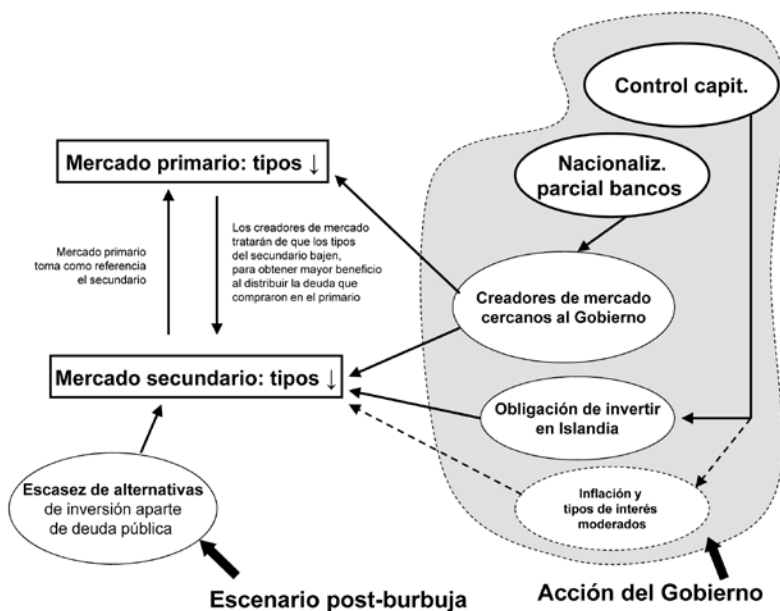
5. FUNCIONAMIENTO ACTUAL DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ISLANDESA

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 y letras en los mercados primario y secundario. Concretamente, los principales resortes que habría utilizado el Gobierno serían la aplicación de una estricta regulación de la salida 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. Adicionalmente, la regulación de la salida de capitales parece ser en gran medida responsable último de otro de los factores explicativos apuntados: el descenso tanto de la tasa interanual de inflación como de los tipos de interés del Banco Central. Una última circunstancia relevante para entender 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 una de las opciones más importante para rentabilizar el ahorro, y sin duda la que más ha contribuido a que se incremente el volumen de títulos accesibles a los inversores desde octubre de 2008.

Así pues, el funcionamiento del mercado islandés de deuda podría interpretarse como sigue (figura 1). 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 tres factores que contribuirían a este hecho. El primero y principal parece ser la regulación de la salida de capitales que obliga a los inversores tanto extranjeros como islandeses a invertir las coronas que poseen en activos dentro del país, además de contribuir a la moderación en los tipos nominales y en el incremento de los precios.

Figura 1. Islandia. El mercado de deuda pública entre 2009 y 2011



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. En este caso, el intento de los creadores de mercado de obtener beneficio en la reventa de los títulos que adquirieron en las subastas del Tesoro es lo que presionaría las rentabilidades de dichos títulos a la baja. 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.

Este parece haber sido el contexto entre 2009 y 2012, con un mercado de deuda pública en moneda local como fuente de abundante 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.

Es interesante el comportamiento de los inversores, tanto locales como extranjeros. Únicamente están incrementando la tenencia de deuda pública los inversores locales, que la adquieren de unos bancos creadores de mercado interesados únicamente en mantener un volumen constante de deuda pública en sus carteras. Son los inversores locales, por lo tanto, con la inter-

mediación de los bancos, quienes están financiando la deuda pública emitida desde 2008. El contexto regulatorio y la evolución de los precios hacen que la inversión en deuda pública sea la opción más importante a la hora de tratar de rentabilizar el ahorro.

Por su parte, los inversores no residentes no están incrementando en volumen de deuda pública en sus carteras, algo razonable ya que no desean invertir fondos adicionales cuando actualmente la repatriación de lo invertido no está permitida. De forma congruente con el contexto de restricción a la salida de capitales, la opción que han escogido 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 las restricciones a las salidas de capitales fueran levantadas.

Cabe señalar, para concluir este epígrafe, algunas cuestiones que no han centrado el análisis de este trabajo pero que son necesarias para para la mejor comprensión del fenómeno analizado, bien porque nos informan del contexto específico en el que se ha desarrollado el caso estudiado, bien porque son causas últimas de los factores explicativos que sí se han analizado. Destaca en primer lugar la soberanía monetaria de Islandia, no solamente porque es el factor más determinante para permitir el establecimiento de una regulación sobre los flujos de capital, sino también porque 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. En segundo lugar, el pequeño tamaño de la economía islandesa probablemente ha facilitado el mantenimiento de una regulación sobre los flujos de capitales que no supone de hecho una molestia excesiva para los movimientos financieros globales.¹² 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. Por último, parece muy relevante también el apoyo expreso del FMI a la política de Islandia para afrontar la salida de la crisis. Parece difícil que Islandia hubiera podido mantener unas políticas ciertamente heterodoxas sin el refrendo institucional del Fondo, más si se tiene en cuenta que el contencioso *Icesave* ha generado un clima institucional no excesivamente amigable hacia Islandia por parte de un país tan relevante como el Reino Unido.

¹² Baste señalar en este sentido que los capitales de los inversores no residentes que no pueden salir de Islandia, alrededor del 25% del PIB a principios de 2012, suponen unos 2.600 millones de euros, una cifra pequeña en términos de flujos financieros internacionales (cálculos propios; dato del peso de los capitales sobre el PIB: Fondo Monetario Internacional (2012a:17); PIB nominal de Islandia en 2011: Statistics Iceland; tipo de cambio a 30 de diciembre de 2011: Banco Central de Islandia).

6. REFLEXIONES FINALES

De este trabajo se derivan algunas cuestiones que parecería 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 la regulación sobre los flujos de capital sin excesivos costes en términos de inestabilidad financiera, o bien qué ventajas e inconvenientes puede suponer la integración en una unión monetaria, algo que ya ha está siendo objeto de discusión en la propia Islandia. Sin embargo, más allá del análisis realizado surgen tres 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 las restricciones a la salida de capitales puede sintetizarse, en una primera aproximación, como una limitación 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 residentes, que se ven en cierta forma 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 la raíz de todo, obstaculizar la salida de ciertos capitales, sino más bien si esta opción es más o menos costosa que no establecer ninguna regulación, con el peligro que ello comporta para la estabilidad de la divisa, para las reservas del Banco Central y, quizá, para la sostenibilidad de la deuda pública. Tampoco se debe obviar el reparto de los costes en cada caso. Es cierto que la regulación sobre los flujos de capital impone una carga, en primera instancia, a los inversores. Pero ¿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 esta regulación?

La segunda 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 una estricta regulación de 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 se ha señalado también 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 o porque ha recibido un apoyo muy importante del FMI. 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 de plantearse la aplicación de las mismas medidas en otros casos.

La tercera 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 inversores. En efecto, la aprobación de éstos se considera como uno de los principales activos al alcance de un país, ya que en los mercados se localizan las posibilidades de refinanciación de la creciente deuda pública. En Islandia, las medidas de regulación de los flujos 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. En Islandia no se justifican las políticas públicas porque estén bien valoradas por los mercados.

Con todas las incertidumbres que implica el escenario islandés, sobre todo respecto a cómo y cuándo se relajarán las restricciones sobre los flujos de capital, es indudable que Islandia ha utilizado el espacio político del que gozaba para afrontar la crisis de una forma ciertamente particular. Para que los Gobiernos de la zona euro, bien por separado o bien conjuntamente, adquirieran una capacidad de maniobra similar a la 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 e implica incertidumbres, 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 BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina, A., Grilli V., Milesi-Ferretti, G. M. (1993): "The Political Economy of Capital Controls", *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 4353, Cambridge, Massachusetts. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w4353.pdf>.
- 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 (2009): *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 (2011): *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 (2012): *Central Bank of Iceland Issues Guidelines to Financial Institutions*, The Central Bank of Iceland, Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9500>.
- 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>.
- Battilossi, S. (2003): "Capital Mobility and Financial Repression in Italy, 1960-1990: A Public Finance Perspective", *Economic History and Institutions Working Paper*, Series 02 n° 03-06, Universidad Carlos III de Madrid, Getafe. Disponible en <http://e-archivo.uc3m.es:8080/bitstream/10016/402/1/wh030602.pdf>.
- Dooley, M. P. (1995): "A survey of academic literature on controls over international capital transactions", *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 5352, Cambridge, Massachusetts. Disponible en: <http://people.umass.edu/econ797f/Projects/cap%20readings/dooley.capcontrols.pdf>.
- FME (2009): *Annual Report 2009*, The Financial Supervisory Authority, Iceland, Reykjavik. Disponible en <http://www.fme.is/?PageID=531>.
- 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>.
- Fondo Monetario Internacional (2011): *Iceland: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria and Rephrasing of Access—Staff Report; Informational Annex; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland*, IMF Country Report n° 11/125, June 2011, International Monetary Fund, Washington. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11125.pdf>.
- Fondo Monetario Internacional (2012a): *Iceland. 2012 Article IV Consultation and First Postprogram Monitoring Discussion*, IMF Country Report n° 12/89, International Monetary Fund, Washington. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1289.pdf>.

- Fondo Monetario Internacional (2012b): *Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement*, IMF Country Report n° 12/91, International Monetary Fund, Washington. Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr1291.pdf>.
- Fondo Monetario Internacional (2012c): *IMF Executive Board Concludes 2012 Article IV Consultation with Iceland and Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement*, Public Information Notice (PIN) No. 12/34 April 12, 2012, International Monetary Fund, Washington. Disponible en <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2012/pn1234.htm>.
- Giovannini, A. y de Melo, M. (1993): "Government Revenues from Financial Repression", *American Economic Review*, 83, n. 4, 953-63.
- Guðmundsson, M. (2012): *Speech Delivered at the 51st Annual General Meeting of the Central Bank of Iceland, 29 March 2012*, Már Guðmundsson, Governor of the Central Bank of Iceland, The Central Bank of Iceland, Reykjavik. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=9533>.
- Herbertsson, T. T. (2008): *The Icelandic Banking Collapse: A Story of Broken Promises*. Documento de trabajo. Disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1339170>.
- ISFI (2010): *Report on the activities of ISFI in 2010*, Icelandic State Financial Investment. Disponible en http://bankasysla.is/files/Skyrsla_BR2010_EN-SKA_1991877310.pdf.
- Méndez Pinedo, M. E. (2011): "The Icesave Dispute in the Aftermath of the Icelandic Financial Crisis: Revisiting the Principles of State Liability, Prohibition of State Aid and Non-discrimination in European Law", *European Journal of Risk Regulation* 3/2011, 356-372.
- Ocampo, J. A. (2012): "The Case for Regulating Cross-border Capital Flows"; en Blanchard, O., Romer, D., Spence, M., y Stiglitz, J. eds. (2012): *In the Wake of the Crisis*, The International Monetary Fund, The MIT Press, Cambridge, Massachussets.
- Ólafsson, S. (2011): "Iceland's Financial Crisis and Level of Living Consequences", *Social Research Centre Working Paper*, 3/2011, University of Iceland, Reykjavik. Disponible en http://thjodmalastofnun.hi.is/sites/default/files/skrar/icelands_financial_crisis_and_level_of_living.pdf.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. S. (2009): *This Time is Different: Eighth Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, N. J.
- Roubini, N. y Sala-i-Martin, X. (1995): "A Growth Model of Inflation, Tax Evasion and Financial Repression", *Journal of Monetary Economics*, 35, 275-301.
- Viterbo, A. (2011): "Iceland's Capital Controls and the Constraints Imposed by the EEA Agreement", *Capital Markets Law Journal*, 6(2), Oxford University Press.

FUENTES ESTADÍSTICAS

- Banco Central de Islandia: *Economic Indicators. April 2012*. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=236>.

Banco Central de Islandia: *Statistics*. Disponible en <http://www.sedlabanki.is/?PageID=548>.

Eurostat : Disponible en <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.

Government Debt Management: *Market information* (varios años). Disponible en <http://www.lanamal.is/EN/category.aspx?catID=178>.

Statistics Iceland: Disponible en <http://www.statice.is/>.