



# ¿R-EVOLUCIÓN ISLANDESA?

Análisis económico post-crisis

España – Islandia

**David Lafuerza Bielsa**

Julio 2013

Trabajo Fin de Grado Administración y Dirección de Empresas

Tutora: Dra. Patricia Bachiller Baroja

## ÍNDICE

<b>1. RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>3</b>
<b>2. INICIO CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL .....</b>	<b>5</b>
2.1.    FACTORES DETERMINANTES DE LA CRISIS FINANCIERA .....	5
2.2.    CRISIS FINANCIERA 2008: LA CRÓNICA ANUNCIADA .....	6
<b>3. ESPAÑA, SEVERO EFECTO DE LA CRISIS.....</b>	<b>9</b>
3.1.    PRIMER CICLO DE CONTRACCIÓN (2008-2009) .....	10
3.2.    EL ESTANCIAMIENTO (2010-2011).....	12
3.3.    EFECTOS DETERMINANTES DE LA CRISIS Y DEL AJUSTE MACROECONÓMICO .....	14
3.4.    ENSEÑANZAS Y LECCIONES POST-CRISIS .....	15
3.5.    RECTIFICACIONES Y REFORMAS FINANCIERAS.....	20
<b>4. ISLANDIA, EL NUEVO RICO QUE VIVIÓ POR ENCIMA DE SUS POSIBILIDADES.....</b>	<b>26</b>
4.1.    ASPECTOS PREVIOS .....	26
4.2.    PRINCIPALES CAUSAS DEL COLAPSO .....	28
4.3.    LA NECESARIA REESTRUCTURACIÓN .....	35
4.4.    CONCLUSIONES .....	37
<b>5. ANÁLISIS MACROECONÓMICO Y COMPARATIVO .....</b>	<b>39</b>
5.1.    PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PIB).....	40
5.2.    DEUDA TOTAL .....	42
5.3.    DÉFICIT PÚBLICO .....	44
5.4.    BALANZA COMERCIAL EXTERIOR .....	45
5.5.    TASA DE INFLACIÓN O ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC) .....	47
5.6.    TASA DE DESEMPLEO .....	48
5.7.    TIPO DE CAMBIO (EURO Y CORONA ISLANDESA) .....	49
<b>6. CONCLUSIONES .....</b>	<b>50</b>
<b>7. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>52</b>

## I. RESUMEN EJECUTIVO

A finales de 2008, tras varios años de crecimiento económico a nivel mundial, saltan las alarmas. En EEUU, la primera potencia económica mundial, empiezan a quebrar bancos y se confirman los peores augurios que llevaban un tiempo adelantando este nuevo *crack*.

El sistema financiero mundial no podía hacer frente a las pérdidas ocasionadas por la expansión crediticia, ya que los impagos y la morosidad de los créditos estaban influyendo en muchos productos bancarios de activo y pasivo, que están relacionados directamente entre sí, tales como los préstamos personales o hipotecarios que atraviesan dificultades de cobro y la implicación de las hipotecas en emisiones de deuda propia.

El objetivo de este trabajo es estudiar la repercusión que ha tenido esta crisis mundial en dos peculiares países como son España e Islandia. En ambos casos, las particulares condiciones económicas y políticas que se habían potenciado durante los años previos, han incidido directamente y con mayor grado de trascendencia en los mismos.

Para cumplir el objetivo, en el segundo capítulo de este trabajo, se analizan directamente las principales decisiones tomadas con anterioridad, por parte de las entidades bancarias y gubernamentales, que llevaron a desencadenar el propio colapso económico.

Aunque haya una gran diversidad de teorías, varios economistas han intentado explicar la situación económica actual, y fue Nouriel Roubini, el que adelantó todos los hechos en 2006, a través de su investigación de varios países emergentes y su descubrimiento sobre la teoría de las burbujas económicas que estallarían más tarde o temprano.

Posteriormente, en el tercer capítulo se realiza un análisis pormenorizado de nuestro país, España, profundizando en las claves y fases que han desencadenado en una de las peores crisis económicas de la historia, y que todavía se mantiene presente en la actualidad. Se estudian dos fases diferenciadas en el periodo de post-crisis, una primera de contracción directa y otra posterior de estancamiento, así como los factores relevantes que han tenido mayor incidencia en España que en otros países de su entorno.

Así, se estudian individualmente cuatro elementos clave que han contribuido directamente y de forma negativa a la crisis y que han de tenerse en cuenta para la nueva política económica a desarrollar: el déficit exterior, la burbuja inmobiliaria, la política fiscal y la estructura del mercado laboral.

En este trabajo, también se describen las reformas financieras que han sido aprobadas en el país a raíz de la crisis, enfocadas en la reestructuración del maltrecho sistema financiero español, dotándolo de mejores balances en cuestión de solvencia y provisiones para emitir confianza al consumidor.

En el cuarto capítulo se hace otro análisis pormenorizado de la crisis y su incidencia directa en el otro país objeto de estudio, Islandia. Se tratan los aspectos previos al colapso económico islandés, explicando su enorme crecimiento, la reestructuración de los principales motores económicos del país y la sobredimensión del sistema bancario nacional.

También se analizan individualmente en el apartado 4.2 los factores clave que han incidido en mayor medida en el *crack* del sistema financiero. Vemos cómo influyeron el desfase temporal de inversiones de activo y pasivo, el desfase de las inversiones en divisas y las malas inversiones realizadas por los bancos y las instituciones públicas, que carecieron de raciocinio y criterio.

Asimismo, se detallan las causas directas del no rescate del sistema bancario por el pueblo islandés, y se comentan los instrumentos que están siendo utilizados para la reestructuración del país, finalizando el apartado 4.4 con unas conclusiones particulares del país escandinavo.

Para terminar, en el capítulo 5 se realiza un análisis comparativo de los principales índices macroeconómicos de los países analizados. Se estudian el PIB, la deuda (privada, pública y economías domésticas), el déficit público, la balanza de comercio exterior, la tasa de inflación, la tasa de desempleo y el tipo de cambio directo entre las dos monedas, la corona islandesa y el euro. El pertinente análisis de cada uno de los factores explican las decisiones políticas y económicas realizadas en ambos países.

Y ya a final del trabajo, en el capítulo 6 se especifican varias conclusiones sobre el aspecto económico de ambos países. Van enfocadas en el poder de maniobra e independencia económica en el caso islandés y en el cumplimiento de las exigencias europeas y la oportunidad de fortalecer conjuntamente el sistema económico en el país español.

## **2. INICIO CRISIS INTERNACIONAL FINANCIERA**

15 de Septiembre de 2008, el cuarto banco más importante de los Estados Unidos, Lehman Brothers, se declara en bancarrota. Con este hecho y un buen número de antecedentes durante el mismo año y el anterior, da comienzo una de las crisis económicas más importantes de la historia que 5 años después, en la actualidad, todavía se siguen manifestando efectos de la misma en diversas partes del mundo.

Durante todos estos años han salido a la palestra multitud de analistas y economistas explicando todos los hechos previos y posteriores a esta crisis financiera. Como es más fácil explicar los hechos cuando han ocurrido que anticiparlos, doy más importancia a uno de ellos que lo adelantó en el año 2006, Nouriel Roubini.

### **2.1. Factores determinantes de la crisis financiera**

Roubini, economista norteamericano de procedencia turca, previó el colapso económico norteamericano y mundial, unido a la explosión de la burbuja inmobiliaria y de sus activos tóxicos. De influencia keynesiana, se le considera como uno de los economistas de mayor prestigio mundial sobre economía internacional, siendo asesor de bancos centrales y ministros de finanzas de Europa y Asia.

Durante los años 90 realizó estudios sobre el colapso de las economías emergentes y ese enfoque lo pudo orientar a los países desarrollados como EEUU, en relación a la gran partida de déficit financiados con préstamos en el extranjero y el análisis del modelo de comportamiento de la burbuja inmobiliaria con aumento de oferta y de precios. Los mismos estudios llevaron a prever la burbuja inmobiliaria en la que estaban inmersos muchos países y las duras consecuencias que iban a tener, ya que el sistema de excesivo consumo y falta de ahorro era insostenible a largo plazo.

Cuando la burbuja estalló y se desató la profunda crisis financiera a finales de 2008, Roubini mantenía su pesimismo a corto plazo y veía este momento como un punto de inflexión para corregir los errores cometidos y realizar reformas económicas importantes, puesto que durante 2010 y 2011 todavía veía que algunas burbujas estaban empezando a explotar.

Todos los mercados internacionales habían sufrido pérdidas, sobre todo EEUU, Europa y en el continente asiático en Japón y China. En el año 2011 no había un motor económico internacional, puesto que los países más emergentes como Brasil, China, India y Rusia estaban muy inclinados hacia el desarrollo interno.



## 2.2. Crisis financiera 2008: la crónica anunciada

La crisis económica o financiera surgida en 2008, también conocida como crisis de las hipotecas subprime, tuvo su origen en Estados Unidos y se repercutió al resto de los países, siendo según muchos especialistas internacionales como la *crisis de los países desarrollados*<sup>1</sup>.

Como no podía ser de otra manera, este fenómeno no surgió de forma espontánea a finales de 2008, ya que llevaba ya varios años formándose debido a las facilidades burocráticas y legales modificadas mediante acuerdos entre entes públicos (Bancos Centrales) y privados (entidades bancarias).

Como Estados Unidos fue el epicentro de la crisis financiera, es plausible analizar las causas originarias del mismo. Para ello, hay que remontarse a principios de siglo XXI, cuando tras el estallido de la burbuja tecnológica y los atentados del 11-S, supusieron un clima de inestabilidad internacional, y los grandes Bancos Centrales se vieron obligados a descender los tipos de interés con el objetivo de reactivar el consumo y consecuentemente el crédito.

En los principales países y mercados ese aumento de consumo y crédito derivó en la aparición de una gran burbuja inmobiliaria, acompañada de fines especulativos. Era un mercado muy atractivo para los inversores puesto que el ratio de rentabilidad-riesgo era alto, por lo que esa misma especulación contribuyó al aumento de precio de los bienes inmuebles y la deuda de entidades privadas y economías domésticas.

Los síntomas de recuperación y crecimiento de la economía cambiaron ya en 2004 cuando la Reserva Federal comenzó a subir los tipos de interés para controlar la inflación hasta 2006, aumentando desde un 1% a un 5,25%. Estas decisiones tuvieron como consecuencias el control y descenso de los precios de las viviendas, mientras que los impagos de las propias deudas hipotecarias crecieron enormemente y las entidades bancarias prestamistas comenzaron a tener problemas de liquidez. En ese año 2006, la crisis inmobiliaria ya se trasladó a la bolsa, con descensos del índice bursátil de la construcción de un 40%.

Al año siguiente, en 2007, el problema de la deuda hipotecaria, más conocida como hipotecas subprime, empezó a contaminar los mercados financieros por su incidencia en gran cantidad de productos financieros, convirtiéndose en una de las mayores crisis internacionales de la historia. Uno de los orígenes, se encuentra en la incorrecta valoración de los riesgos de los activos y productos financieros durante el periodo 2001-2007. Las entidades bancarias, buscando liquidez de los grandes y pequeños inversores, emitían paquetes de activos corporativos e hipotecarios, de gran rentabilidad y riesgo. La emisión de hipotecas subprime era conocida antes del estallido de la crisis, pero se desconocía su alcance y las entidades afectadas.

---

<sup>1</sup> Muchos economistas han acuñado el término *crisis de los países desarrollados*, entre ellos el hombre más rico del mundo, Carlos Slim.

Esos mismos paquetes de activos y su riesgo, se transferían a bonos de deuda y titulaciones de fondos de inversión y pensiones, repercutiendo en el pequeño ahorrador y en las economías domésticas. Por eso mismo, las entidades de rating o calificación de riesgos como Standard & Poor's o Moody's han sido investigadas por su posible responsabilidad a la hora de analizar y cuantificar el riesgo de esos productos. Además, las entidades de tasación y entidades bancarias, buscando su propio beneficio y cumplimiento de objetivos, comenzaron a facilitar el acceso a crédito e hipotecas ignorando el riesgo que conllevaba la inversión.

También en 2007, dentro de la inmediatez de los antecedentes, se pueden destacar los siguientes sucesos. A principios de año, en febrero, la prensa comenzó a alertar sobre el riesgo de impago de estos activos financieros. Al mes siguiente, en marzo, ya se retiró de la bolsa de Nueva York a la entidad hipotecaria New Century por insolvencia y delito contable, y en abril y mayo comienzan las alertas por parte de las más importantes entidades como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o principales inversores como Lehman Brothers. En los meses de junio y julio se dan a conocer que importantes fondos de inversión de la entidad Bear Stearns tenían implicación directa en la deuda hipotecaria impagada y entran en quiebra.

Es a partir de agosto de 2007 cuando el nuevo flujo de información repercute directamente en los mercados financieros, nacionales en primer lugar e internacionales posteriormente. Se comienzan a anunciar recortes o posibles pérdidas multimillonarias de las principales entidades e incluso quiebras y cierres de entidades bancarias o hipotecarias de segundo grado.

Anuncian su quiebra nuevas compañías como Blackstone y American Home Mortgage y empieza a conocerse la directa consecuencia de la crisis en Europa, con el cierre de la entidad bancaria alemana IKB. Estos hechos provocan dudas y caídas en las principales bolsas de valores del mundo y algunos bancos centrales anticipan y advierten sobre la crisis sobre las hipotecas subprime que ya está aconteciendo, mientras que otros gobiernos como el español opinan que no les afectará directamente.

Durante la segunda mitad del año 2007 se suceden pérdidas y caídas en las principales bolsas de valores; norteamericanas, europeas o asiáticas. Después, a través de inyecciones de capital de diversos bancos centrales y subidas de tipos de interés se logra parar esta crisis e incluso aportar confianza y subidas de valores al mercado. Finalmente nuevas inyecciones de capital del Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (FED) y la bajada de tipos del sistema europeo, que pasan del 4% al 0,5%, da lugar a espectaculares subidas en las bolsas. Posteriormente, la FED hace lo propio con sus tipos y los baja al 0,25%.

Estos datos contrarrestan con la corriente de informaciones que constantemente llega al mercado financiero, anunciando grandes pérdidas millonarias de grandes entidades como UBS y Citigroup. Las incessantes publicaciones de malas noticias en cuanto a resultados y pérdidas, dan lugar a más dudas y caídas en los mercados.

Ya en 2008 los principales organismos reguladores de la economía son conscientes de que el problema es mucho más grave que el estimado y que la recesión económica está presente en los países más influyentes del mercado económico.

Continúan las inyecciones de capital, rescates y nacionalizaciones de grandes entidades bancarias e hipotecarias, en combinación con caídas históricas de los valores de las principales bolsas mundiales. Es ya a finales de año, tal como narra el comienzo de éste trabajo, cuando quiebra el cuarto banco más grande de inversión Lehman Brothers y otra de las entidades más importantes, Merrill Lynch, es comprada por el segundo banco, Bank of América.

Tras estos graves anuncios, el gobierno de Estados Unidos divulga el mayor plan de rescate de la historia para apoyar y soportar el endeble sistema financiero norteamericano. En combinación con el rescate, también convierten en bancos comerciales los otros dos grandes bancos de inversión que quedaban independientes, Goldman Sachs y Morgan Stanley, para ejercer un mayor control y regulación. Estos hechos terminaban con un modelo bancario con 80 años de historia que se había afianzado en la estructura económico-social de los países desarrollados desde el famoso *crack* de 1929.

Así, el propio gobierno que pretendía inyectar 700.000 millones de dólares para el plan de emergencia sobre el rescate bancario a cargo de los contribuyentes, recibe la negativa del Senado de EEUU, considerándolo inaceptable, lo cual provoca históricas caídas en las principales bolsas norteamericanas, del 7 al 10%. La segunda votación es favorable, a raíz de garantizar una mayor cantidad de dinero en depósitos asegurados para los ciudadanos y es considerado el plan de ayuda como ley. Este histórico rescate tiene sus detractores, considerándola un exceso de malas regulaciones y que es una pesada carga para los contribuyentes, siendo preferible la quiebra para sanear el sistema.

La crisis financiera era imparable y tenía su repercusión en todo el mundo, con más fuerza en Europa y Asia, debido a su incidencia directa en los propios activos tóxicos. Los principales mercados continuaron su tendencia bajista y hubo algunas caídas históricas, comenzando también a realizar rescates multimillonarios e inyección de dinero en países como Irlanda o Portugal, con el fin de evitar un peligroso pánico bancario en toda Europa.

A continuación, analizaremos individualmente la incidencia que tuvieron estos hechos en dos economías europeas, la española y la islandesa. Dos países diferentes, en los cuales la crisis financiera incidió más gravemente que en los demás.

Estudiaremos no sólo las consecuencias de la crisis, sino también las políticas y reformas financieras de estas dos economías que buscan soportar las grandes pérdidas inherentes a la misma y recuperar una tendencia positiva de recuperación y crecimiento en sus índices macroeconómicos.

### 3. ESPAÑA, SEVERO EFECTO DE LA CRISIS

La economía española se ha visto muy afectada por los factores explicados anteriormente, pues los desequilibrios que había acumulados durante los años previos a la fase de auge económico la hacían más vulnerable a cambios en términos macroeconómicos y financieros.

Esta crisis financiera internacional ha precipitado la corrección de los excesos inmobiliarios y el sobre-endeudamiento del sector público y privado, que caracterizó la época de alto crecimiento previo a la recesión. El deterioro del empleo repercutió negativamente en el tesoro público y la situación de los balances de las entidades financieras se vio expuesta al riesgo inmobiliario. Por ello, España entró en recesión en el segundo trimestre de 2008 hasta el primero de 2010, cuando una ligera recuperación terminó en la segunda mitad de 2011 debido a la crisis de deuda, la cual persiste en la actualidad.

Es evidente que la alta sincronización a nivel internacional y las complicaciones adicionales que añade la crisis de la zona euro y que afecta a la economía española, están dificultando la recuperación. Los desequilibrios macroeconómicos previos están condicionando la propia recuperación, pero hay que conocer si otros factores relativos a la Unión Económica Monetaria (UEM) están retrasando o entorpeciendo la vuelta a un posible crecimiento.

A continuación se repasan todos los hechos más significativos, que forman parte de las distintas causas de la persistente crisis financiera. El objetivo es realizar una aproximación a todo lo relacionado en el tema, incidiendo en la evolución macroeconómica y las reformas económicas y financieras posteriores.

Se analizarán los hechos del último ciclo económico de España, dividido en dos fases diferenciadas, de contracción (2008-2009) y estancamiento (2010-2011). Posteriormente se examinarán los hechos determinantes de la profunda recesión y los consiguientes procesos de ajustes económicos, así como los posibles errores a enmendar en relación con el comercio exterior, mercado inmobiliario, mercado laboral o política fiscal. Por último, extraeremos las conclusiones más relevantes sobre la crisis en España.

### **3.1. Primer ciclo de contracción (2008-2009)**

En el tercer trimestre de 2008 el PIB comenzó a descender y siguió disminuyendo durante el resto del año y todo el 2009, acumulando seis trimestres consecutivos de caídas. Esto ha derivado en un ajuste del empleo más intenso y prolongado en el tiempo, iniciado a comienzos de 2008 y que todavía continua vigente.

En relación a actividades productivas, el ajuste se concentró en la demanda nacional, con unas graves caídas en consumo privado, inversión en equipo y en construcción. Como consecuencia de ello, las importaciones descendieron de forma importante y las exportaciones lo hicieron de forma más suave. Por el lado de la oferta, la mayor caída sufrida fue en la industria y la construcción, mientras que los servicios lograron estabilizarse.

La magnitud de esta recesión durante 2008 y 2009 no fue muy diferente a la que mostraron el resto de países europeos, aunque España destacó sobre ellos por ser el que experimentó el retroceso más brusco de la demanda nacional, más del doble del registrado por el resto de países. En comparación, se considera que esta crisis fue más intensa que las registradas en los años setenta (del petróleo) y a principios de los noventa. En ambas el PIB apenas descendió y los componentes macroeconómicos de la demanda no sufrieron caídas tan fuertes como en la actual.

Durante el 2008, el entorno internacional se estaba deteriorando, siendo dominado por tres perturbaciones que se conjuntaban y potenciaban este hecho. En primer lugar, una crisis financiera más larga y amplia de lo previsto, lo cual implicaba una larga etapa de desapalancamiento financiero. Así, las tensiones en los mercados bancarios de financiación mayorista se mantenían, ampliándose de nuevo las primas de riesgo. En segundo lugar, el aumento de los precios de petróleo estaba siendo tan intenso como a finales de los años setenta, lo cual penalizaba la renta disponible y aumentaba las tensiones inflacionistas, solventadas en aquella época con aumentos de tipos de interés hasta el 4,25%. En tercer lugar, el ajuste del sector inmobiliario se generalizó e intensificó en países desarrollados, dando protagonismo directo a los factores financieros dentro del mercado.

Todos estos sucesos tuvieron su repercusión directa en las familias españolas. El escenario económico se concentraba en el descenso de la inversión y consumo de las familias, reflejo del debilitamiento de la renta disponible, como consecuencia de la destrucción de empleo y los ajustes presupuestarios. Igualmente, el elevado nivel de endeudamiento que habían alcanzado las familias, dificultaba el recurso de nuevo endeudamiento para moderar la caída del consumo, donde además el aumento de tipos de interés y primas de riesgo deterioraba las condiciones financieras en las decisiones familiares sobre gasto.

En cambio, durante 2009 la economía mundial había experimentado una significativa mejoría en su escenario económico. Se había paralizado la sensación de caída libre que se había alojado en la mayoría de las economías desde finales de 2008, dando paso a una situación de relativa estabilidad e incluso crecimiento moderado.

El cambio de tendencia era explicado fundamentalmente por excepcionales medidas de carácter público adoptadas en la mayor parte de las económicas, en la política monetaria y fiscal. Sin embargo, los fundamentos de la nueva economía mundial se encontraban frágiles todavía, y el riesgo de recaer en decrecimientos era vigente a corto plazo. El principal problema al que se enfrentaba la recuperación global era la retirada de los planes de estímulo, que había soportado el gran crecimiento de la última década, y la incertidumbre sobre el gasto privado, si podría llegar a sustituir al gasto público como motor económico.

La recuperación mundial se presentaba distinta respecto a la función de los países, teniendo las economías emergentes una vía de recuperación más estable que las desarrolladas. En las principales economías, la norteamericana parecía mejor posicionada para solventar la crisis por el impulso fiscal, mientras que la europea continuaba lastrada por el mayor grado de rigidez del mercado laboral y los problemas que todavía no se habían resuelto en el sistema financiero europeo.

Individualmente, durante 2009 en España se había contraído la economía, aunque a final de año se estaba moderando el retroceso, de forma similar a la UEM. A pesar de la mayor incidencia en España del proceso de desapalancamiento económico y ajuste del sector inmobiliario, la economía nacional había podido contener la fase más aguda de la recesión debido a dos principales factores. Por una parte, fue una política fiscal más incisiva que en la UEM y por otra, el trabajo de las empresas españolas en el sector exterior, ya que su mayor competitividad internacional había contribuido al positivo comportamiento de las exportaciones y a compensar la caída en la demanda interna.

Aunque continuaban existiendo riesgos, las políticas económicas de estabilización en el año 2009 habían resultado relativamente exitosas en su objetivo de suavizar y disminuir el grado de decrecimiento de la economía española. A pesar de ello, todavía permanecían grandes incertidumbres, sobre todo relacionadas con el ajuste al que se enfrentaba el deteriorado sistema financiero español, para lo cual se había creado el FROB, con el objetivo de generar entidades más fuertes y canalizar los recursos disponibles para la economía nacional.

También se tenía muy cuenta la imprescindible necesidad de realizar reformas en otros ámbitos de la economía como el mercado laboral, fiscal e inmobiliario, señalados por expertos e instituciones nacionales e internacionales. Se consideraba que la velocidad de salida de la crisis e inicio de la recuperación dependía directamente de la prioridad con las que asignaba estas reformas, así como sus consecuencias en los principales índices macroeconómicos.

### **3.2. El estancamiento (2010-2011)**

En el primer trimestre de 2010 el PIB creció en tasas positivas, pero hasta el tercer trimestre de 2011 la actividad no se restableció en términos acumulativos. La recuperación está siendo lenta, debido fundamentalmente a los desequilibrios originados durante la fase expansiva. La inversión y el consumo privado se encuentran estancados y el proceso de reforma fiscal ha exigido recortar inversión pública y aumentar impuestos. De la misma forma la demanda nacional sigue ajustándose a la baja hasta la actualidad.

En consecuencia, la recuperación del gasto en este periodo se ha apoyado exclusivamente en el sector de comercio exterior, con un fuerte crecimiento en exportaciones y contención de las importaciones, que permitió corregir el déficit por cuenta corriente.

Como ocurre con la demanda nacional, la fase contractiva tampoco ha concluido en el mercado laboral, dónde el empleo ha disminuido durante 20 meses, siendo el sector de industria y construcción el que presenta mayor descenso.

Aunque en 2010 la economía había vuelto a crecer, lo había hecho de forma débil y se esperaba que los efectos contractivos del ajuste fiscal, y las decisiones de consumo e inversión aumentaran la probabilidad de una recaída de la economía.

Además, en el contexto financiero, los riesgos derivados de la crisis de deuda soberana formaron un círculo vicioso que terminó aumentando el riesgo de mercado y penalizando la liquidez en Europa. La publicación de los resultados de los test de estrés (pruebas de solvencia del sistema financiero) en la zona euro tuvo un efecto positivo ya que redujo ciertas tensiones, aunque dejó entrever una clara diferenciación entre los países.

De todas maneras, se preveía un escenario que continuaría con la mejora de la confianza y el descenso de la percepción del riesgo. Se consideraba que los ajustes en los desequilibrios sobre el sector privado estaban avanzados, con tasas de ahorro elevadas y correcciones de inversiones en sectores sobredimensionados. Esta mejora en los ajustes estaba provocando una reducción en las necesidades de financiación privadas de la economía.

En el marco fiscal, el aumento de los impuestos se estaba concentrando en los impuestos indirectos, provocando una disminución del déficit y aportando mayor credibilidad tras la conquista de rigurosas metas fiscales. Igualmente se consideraba muy importante la posibilidad de realizar ajustes por el lado del gasto corriente (compra de bienes y servicios, gastos en personal) en vez de disminuir la inversión pública en infraestructuras, la educación, la sanidad o la I+D+i, como está ocurriendo en la actualidad. El objetivo final de la consolidación fiscal era promover la eficiencia en su uso y garantizar la sostenibilidad del Estado de bienestar.

Ya en 2011, la economía mundial experimentó una leve desaceleración en el primer semestre del año y la recuperación de los países desarrollados era todavía débil y proclive a las recaídas. Los problemas fiscales, tanto en USA como en Europa, planteaban enormes desafíos políticos y económicos, de los cuales sólo se planteaban soluciones a corto plazo y no un plan de consolidación fiscal a largo plazo.

Igualmente, la tensión de la deuda soberana, sobre todo en Europa, golpeaba con fuerza a países como España e Italia y aumentaba las posibilidades de crisis sistémica en Europa, con efectos secundarios globales. Para hacer frente a estos problemas de liquidez y solvencia, el BCE decidió, por un lado, realizar préstamos sin condiciones a los países solventes y, por otro, comprar bonos soberanos en los mercados secundarios. Hubo casos excepcionales con los países intervenidos (Grecia, Portugal e Irlanda), con los que se suavizaron las condiciones de los préstamos.

El problema no estaba completamente resuelto durante estos dos años de estancamiento económico, como reflejaban las moderadas reducciones observadas en las primas de riesgo de los países periféricos, a raíz de las ayudas europeas. Los mercados todavía se encontraban a la espera de conocer el alcance y la repercusión de las medidas anunciadas, quedando todavía pendiente continuadas agendas de reformas y ajustes en todos los países europeos. Especialmente las políticas que tenían que ser más ambiciosas en aquellas economías con mayor riesgo de ser excluidas de los mercados internacionales de financiación, como se caracterizaban los países periféricos o PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España).

Particularmente en España, durante el 2011 la coyuntura económica estaba lastrando los crecimientos experimentados el año anterior. En los índices macroeconómicos, las exportaciones eran el único componente que había recuperado su nivel pre crisis y mostraba una recuperación similar a la anterior crisis, que databa de principios de los 90.

Durante el escenario más probable, se esperaba que la economía española continuara registrando tasas de crecimiento positivas, aunque con una mayor incertidumbre. Los hechos acecidos en los últimos años (aumentos del precio del petróleo y tipos de interés) continuaban evolucionando en la misma línea y tenían un impacto moderado en la actividad económica. Sin embargo las nuevas tensiones en los mercados de deuda soberana europea y las dudas sobre la capacidad de las comunidades autónomas para cumplir sus objetivos fiscales, ejercían una mayor presión a la baja sobre la confianza y expectativas de crecimiento.

Las medidas sobre el ajuste fiscal requerían nuevas medidas de ajuste con efecto inmediato en el corto plazo. Era debido a la dificultad de corrección en el gasto público que todavía tenían las entidades públicas, incapaces de efectuar los compromisos marcados.

Tampoco tuvieron la repercusión esperada los ajustes y reformas (sobre todo laborales, de negociación colectiva y pensiones) que compensaran la incertidumbre de los mercados financieros internacionales, que en la situación del país exigían acciones decididas y ambiciosas que eliminan dudas sobre la consecución de objetivos.

### **3.3. Efectos determinantes de la crisis y del ajuste macroeconómico**

La magnitud de los graves efectos de la crisis financiera en España y la debilidad económica, están íntimamente relacionados con los desequilibrios acumulados y la gravedad de los mismos. Hay que destacar la duradera crisis de la deuda soberana en la zona euro, que está creando grandes efectos contractivos sobre la financiación a empresas y particulares, además de penalizar la confianza. Además, el gran ajuste que se lleva a cabo está condicionado por los excesos en el sector inmobiliario y las reformas del mercado laboral, que inciden en España con más fuerza que el resto de países del entorno.

Es destacable que uno de los factores esenciales del desplome, la inversión en vivienda, tuvo un gran crecimiento durante el auge hasta suponer un 12% del PIB y posteriormente redujo su peso en el mismo hasta menos del 7% en 2011. La propia crisis financiera ha incidido con gran fuerza en la posible corrección gradual de la burbuja inmobiliaria, ya que debido a la regulación de crédito y al enorme stock de viviendas vigente, indirectamente se ha propagado a los sectores conexos amplificando la recesión. La posterior reducción del sector de la construcción, además de la caída de los precios inmobiliarios, la falta de confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación tuvieron un impacto restrictivo en la renta disponible y riqueza de las economías domésticas, ayudado igualmente por la debilitación de la tasa de empleo.

Además, el fuerte apalancamiento del sector inmobiliario y el amplio periodo de construcción de viviendas, hizo que en 2008 y 2009 se siguieran terminando un gran número de edificios iniciados antes del inicio de la crisis, acumulando las inmobiliarias grandes deudas que no podían ser amortizadas mediante la venta de los mismos inmuebles, como habitualmente ocurría en otras ocasiones. Así surgió un enorme stock de viviendas sin venta, lo cual redujo los precios y eliminó alguna perspectiva de pronta recuperación del sector. Este hecho llevó a elevados incrementos en impagos y tasa de morosidad de empresas inmobiliarias, que llevaron a su quiebra y al deterioro de los balances de entidades bancarias expuestas al sector. El propio ajuste de los precios, que todavía sigue vigente a través de su continuo descenso, es superior al que se soportó en las anteriores grandes crisis de los setenta y noventa.

Igualmente, el mercado de trabajo también es considerado un factor fundamental para entender el funcionamiento y profundidad de la crisis. El salario medio ascendió moderadamente en los primeros años post-crisis, sin embargo el empleo ha caído y el número de desempleados ha crecido varios millones de personas, siendo la actual tasa de paro del 27% en 2013. Se consideran claves dentro del propio mercado la escasa capacidad de adaptación a distintos tipos de contratos laborales como indefinidos y temporales, la mala situación de las empresas y la deslocalización internacional de las mismas.

Una actuación política para enmendar y corregir todos estos hechos se limita por la pertenencia de España a la Unión Monetaria Europea, con una política monetaria y moneda común para el área Euro. Para corregir posibles desequilibrios es necesario que los ajustes sean efectivos a nivel general para toda la unión, algo tremadamente complicado cuando cada país tiene sus particulares problemas en diversos sectores. La única consecuencia positiva que podemos extraer de la actual crisis es el potenciamiento y crecimiento del sector de comercio exterior español. Durante 2007 el déficit exterior era muy grande, casi el 10% del PIB, y debido a la saturación del mercado interno y el descenso de la renta disponible, las empresas optaron por potenciar sus inversiones en el exterior concretándose en un aumento sustancial de exportaciones de bienes y servicios, obteniendo mayor participación en comercio internacional. También hay que considerar que en gran medida se ha basado en la debilidad de la demanda interna y de las importaciones, por lo que todavía hay mucho margen de mejora en la eficiencia productiva y competitividad de las empresas españolas.

### **3.4. Enseñanzas y lecciones post-crisis**

#### ***El déficit exterior, asignatura pendiente dentro de la UEM***

Históricamente España siempre ha mantenido un alto nivel de déficit exterior, lo cual solía responder al menor grado de desarrollo y la falta de competitividad de las empresas nacionales hacia el exterior. Estos desajustes se solían corregir con devaluaciones regulares de la moneda nacional (la peseta), como mecanismo de reequilibrio del saldo hacia el exterior.

Pero la incorporación de España a la UEM en 1999 supuso dos aspectos fundamentales. En primer lugar la unión de una sola moneda para aportar confianza a la economía española y facilitar las oportunidades de inversión en el país. En segundo lugar, se eliminaba la opción de corregir los deficitarios saldos exteriores mediante devaluaciones de moneda, lo cual exigía una reestructuración de balances de costes y precios como modelo para mejorar la competitividad de las empresas nacionales. Durante los años de expansión, el desequilibrio fue aumentando, como el propio endeudamiento del sector público y privado era insostenible, tal como apuntaban diferentes trabajos y artículos publicados.

A pesar de que todas estas consideraciones ya estaban previstas desde la incorporación de España a la UEM, la época expansiva de auge hizo descuidar los riesgos inherentes a los mismos. Durante los años de desarrollo, el aumento del déficit exterior estaba vinculado al auge inmobiliario y al endeudamiento de empresas y economías domésticas, por lo que no se valoraron objetivamente sus riesgos. A posteriori, se pudo comprobar que fue debido a las grandes necesidades de financiación de empresas no financieras y el cambio de rol de las familias, de posición ahoradora a deudora. Además, se buscó inversión en el exterior para la propia financiación, lo cual todavía aumentaba en mayor volumen el balance de déficit exterior.

Conforme fueron surgiendo el desplome inmobiliario español, la crisis financiera global y el enfriamiento de perspectivas de crecimiento en toda la eurozona, se configuró un nuevo escenario, que sumado al enorme endeudamiento interior y exterior, suponía un riesgo notable. A partir de 2008 comenzaron a modificarse los métodos de financiación exterior, pasaron de obtenerse a partir de compra de cédulas hipotecarias a emisiones de deuda pública. También fueron encareciéndose con el paso de los años y comenzaron a surgir dudas en los mercados sobre la sostenibilidad del sistema bancario y las finanzas públicas, que con las dudosas perspectivas de crecimiento de los países de la zona euro surgió la crisis de deuda soberana, todavía presente en la actualidad.

En consecuencia de todo ello, la UEM ha empezado a valorar cada país como un individuo de un proyecto global, evaluando posibles riesgos de disgregación o eliminación del mismo. Así, comenzaron a poner en valor los balances de déficit exterior que hasta el momento habían pasado casi inadvertidos, puesto que cada país o región podía ser considerada individualmente en función de sus recursos.

Para España el gran desequilibrio exterior causado por la fase de auge era muy elevado y había que compensarlo, asumiendo restricciones exigidas por la UEM como contrapartida. De aquí han surgido las políticas fiscales más restrictivas y aumento de competitividad de las empresas españolas en comercio exterior, ajustando más los precios y salarios de los empleados. Como ya no se pueden recuperar los saldos de déficit exterior a través de la devaluación de la moneda, se busca flexibilizar las variables nominales de precio y coste, impulsando la productividad de las empresas. A futuro, las expectativas de que ocurra una crisis como la actual son más improbables, porque se están endureciendo las medidas de información y control de los distintos mercados, y se está realizando un seguimiento particular de todos los índices macroeconómicos de cada país individualmente, buscando anticiparse a posibles desequilibrios.

### ***La burbuja inmobiliaria***

Durante los años expansivos, la inversión en el sector de la construcción en España aumentó su peso en el PIB desde un 15% a un 22% (desde 1998 a 2007), sobre todo en vivienda. Además, el peso que recoge el sector turístico y la segunda vivienda, en España tuvo un peso superior a la mayoría de países del entorno, doblando el peso del PIB de la zona euro durante los años 2006 y 2007, siendo en España de un 12% y en la zona euro 6%.

A nivel internacional, el tipo de inversión en vivienda es un componente cíclico de grandes oscilaciones y es característica común en el origen de las grandes recesiones. Las altas expectativas del mercado en cuanto a precios y producción, y la gran concentración de empleo acarrean efectos directos e indirectos muy potentes en la economía global y sectorial, tanto del sector industrial como de servicios.

Además de la alta volatilidad de los precios de mercado en función de la oferta y demanda del sector, hay que considerar la velocidad de recesión del propio sector y la tardanza en la expansión del mismo (12 años en alcanzar un máximo y 4 para volver a su ratio de partida). Estos ajustes suponen graves consecuencias en la mano de obra del sector, incidiendo negativamente en la tasa de paro, como ocurre actualmente. También es considerable el aumento en endeudamiento del sector privado, que fue en adquisición de bienes inmuebles, actualmente está estancado por la casi nula concesión de crédito y hace falta un proceso de des-apalancamiento que se prevé complicado y prolongado en el tiempo.

Aunque se considera que el boom inmobiliario fue consecuencia directa de la crisis financiera internacional, lo más probable es que hubiera ocurrido de forma individual debido a que la trayectoria de precios y recursos financieros en la economía española era insostenible. Terminada la dinámica creciente que contribuyó al crecimiento del país, las variables relativas al sector como las expectativas, el comportamiento y la confianza cambiaron radicalmente y de forma muy rápida, desencadenando intensos movimientos en las variables macroeconómicas de la actividad y empleo. Todos los hechos ocurridos muestran que aspectos deberían controlarse más y mejorar para no caer en los mismos errores, como una política más rigurosa de concesión de créditos hipotecarios a través de nuevos instrumentos o la aplicación de una nueva política fiscal, para flexibilizar la dinámica del sector inmobiliario.

### ***Política fiscal como herramienta estabilizadora***

Una vez comenzada la perseverante crisis de deuda soberana en toda Europa, surgen numerosos debates en relación a la estabilización de la política presupuestaria, dónde tiene gran influencia la herramienta de política fiscal. Durante los años de crisis, se han tomado diferentes medidas fiscales con el objetivo de estabilizar y recuperar los índices macroeconómicos.

En el periodo expansivo de España previo a la crisis, en el bienio 2007-2008, la posición presupuestaria era buena y se tomaron una serie de decisiones contractivas apoyadas por instituciones internacionales, sobre reducciones de cargas fiscales. Esto provocó aumentos inesperados en el déficit y deuda pública, debido a que la recesión fue más dura que la estimada previamente y eso repercutió en la reducción de ingresos extraordinarios sobre del sector inmobiliario. Debido a la aparición de estos imprevistos, el balance presupuestario se resintió.

A lo largo de 2010 comenzaron a surgir dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, por lo que se tomaron medidas de consolidación fiscal en torno al déficit. En 2011 se logró frenar el aumento del déficit público, aunque ya suponía el doble sobre el existente cuatro años antes y evidenciaba todavía la trayectoria ascendente del mismo. Este hecho ha desvelado las fragilidades de la política fiscal y los errores de diagnóstico que hay que evitar para futuras consideraciones.

En primer lugar, los organismos europeos sobrevaloraron el margen disponible y no se adecuaron a las recomendaciones económicas, ignorando la magnitud y persistencia de la crisis. Precisamente, la parte de ingresos tributarios ligados a la actividad inmobiliaria quedaron muy mermados y conllevaba mucha dificultad en la medición exacta de la estructura de los mismos para tomar decisiones. Por otro lado, los esfuerzos fiscales existentes fueron insuficientes, pues no fueron capaces de sanear las cuentas públicas a través de diferentes pactos y tratados durante el 2012. La reciente inclusión de límites en el déficit y endeudamiento pretenden resolver estos problemas, aplicando eficientes estrategias de seguimiento y control individualizado en las diferentes Comunidades Autónomas (CCAA).

En el momento que se alcanzan posiciones fiscales muy deficitarias como ocurrió en España en 2009, la experiencia esgrime la necesidad de aplicar políticas fiscales de gran magnitud para sanear las mismas. Así es como ha ocurrido con el déficit público que aumentó 13% del PIB en sólo dos años, mientras que se prevén cuatro años para recuperar el valor pre-crisis. En el ratio global de deuda, no se contempla el retorno a corto plazo, pues han descendido cuantitativamente los ingresos extraordinarios y el pago de los intereses de la deuda es muy alto, aunque actualmente está moderando su valor.

También se señaló la posibilidad de utilizar políticas restrictivas en el peor momento como ha ocurrido durante la crisis con el aumento de impuestos directos e indirectos, pero estos riesgos ya se habían anticipado como consecuencia de actuaciones fiscales demasiado prudentes durante los años de auge. Así pues, este tipo de actuaciones agotaron el margen de maniobra fiscal y al final se está pagando por estos errores.

### ***El extenuado mercado laboral***

Durante décadas el mercado laboral español se había caracterizado por sus dificultades para generar empleo y los bajos niveles de participación. La aparición del crecimiento en el sector inmobiliario congregó gran parte de la población nacional y extranjera, cuando en 2007 la tasa de ocupación había alcanzando máximos históricos y la tasa de paro niveles mínimos. Desde el año 2000 se había experimentado un alto crecimiento en la tasa de participación de extranjeros y mujeres, impulsada por un nuevo modelo demográfico de inmigración, que pasó de ser inferior al 2% en 1999 al 10% en 2007. Esto provocó un gran aumento en la tasa de participación, siendo los sectores de la construcción y servicios los que congregaban esta fuerza de trabajo poco cualificada. Desencadenó una relativa moderación salarial a niveles medios, manteniendo una alta tasa de temporalidad en estos sectores, lo cual llevó a descuidar otros aspectos productivos como la eficiencia, que busca una mayor optimización del rendimiento de las empresas.

Conjuntamente, el mercado laboral mostraba gran dinamismo y menor distorsión de los salarios que en el pasado, que debido a los efectos de la fase expansiva mostraban mayor flexibilidad salarial y movilidad geográfica. Por el contrario, no se avanzaba apenas en sistemas de contratación laboral y negociación colectiva de convenios, lo cual evidenciaba que no era sostenible en el tiempo. Era entonces, cuestión de tiempo volver a enfrentarse a los problemas estructurales del pasado debido a la sobredimensión del sector inmobiliario y los excesos del mismo.

La bonanza laboral de los últimos años permitió mejorar el estado real del mercado, pero fue mediante una sobrevaloración de las mejoras contractuales y las capacidades de ajuste de los mismos. Esta percepción errónea derivó en subestimación de la magnitud de la crisis inmobiliaria y su repercusión en el mercado laboral, desencadenando en una tasa de paro de niveles históricos. Cuando la dimensión del problema era tan evidente (2010), se comenzó a analizar las deficiencias y aportar soluciones, aprobando reformas sobre las modalidades de contratación y de negociación colectiva, en 2011. Ambas reformas son parciales y han tenido un impacto muy limitado en el deterioro económico del país.

Todos estos problemas han desencadenado cambios sociales migratorios, registrando descensos de la población inmigrante en el país durante 2011. Todo este panorama tiene como mayor dificultad el encontrar empleo para la población mayor de 45 años, sexo femenino y juvenil, y se considera que persistirá a largo plazo.

Y por último, ante la gran oferta laboral de mano de obra poco cualificada durante los años de auge que recogió el boom inmobiliario, intensiva en factor trabajo y de gran especialización, actualmente es insostenible porque no tiene hueco en la estructura laboral. El desarrollo de este modelo ha retrasado los ajustes necesarios que requería un mundo adaptado a la globalización y competitividad mundial, lo cual implica que ese ajuste ahora tiene que ser mayor y la dificultad de recuperar los niveles de empleo anteriores a la crisis muy incierta.

### 3.5. Rectificaciones y reformas financieras

En este apartado se va a repasar cronológicamente todas las reformas financieras establecidas por el gobierno español tras la aparición de la crisis financiera mundial. Cuentan con la participación de distintos partidos políticos gobernantes, aunque todas ellas buscan una solución común.

#### ***Real Decreto-ley 9/2009: reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito***

En la primera reforma financiera realizada por el gobierno español, lo más característico fue la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), uno de los grandes protagonistas de los últimos años e intermediario entre el préstamo europeo y el sector financiero español.

El FROB nació el 26 de junio de 2009 en el ya citado Real Decreto-ley 9/2009 con el fin de impulsar la reforma financiera por parte del Gobierno. Tiene por objeto gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y la contribución a reforzar los recursos propios de las mismas.

Tiene una dotación presupuestaria para prestar o intervenir a las entidades, de manera que inyecte capital para sanear sus balances. Para ello, el Fondo tiene una dotación con cargo a los Presupuestos Generales del Estado y al Fondo de Garantía de Depósitos (FDG) de 15.000 millones de euros.

El propio fondo obtiene financiación en el mercado de renta fija, realizando emisiones con aval directo del Estado, traducido en los balances como deuda pública. Así pues, las entidades pueden acudir al FROB de tres formas:

1. Recibiendo apoyos directos sobre los procesos de integración del Fondo. Suscribiendo participaciones preferentes convertibles en acciones, aportaciones de capital social o cuotas participativas. Emisiones que deberán ser recompradas por la entidad bancaria en cinco años y que son retribuidas al 7,5% de interés.
2. Adquiriendo acciones ordinarias representativas del capital social de los bancos o cajas que lo soliciten.
3. Interviniendo de forma directa una entidad, con la sustitución de los administradores del banco o caja por parte del Banco de España.

A partir de la creación del FROB, su primera actuación afectó a Caja Castilla-La Mancha y se fueron sumando Bankia, Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia, Banca Cívica, Banco Mare Nostrum, Caja España-Duero, BBK y Unnim, lo cual fue considerado una primera ronda que sumó casi 10.000 millones de euros invertidos. Durante la segunda ronda de intervención se invirtieron casi 5.000 millones de euros en las nuevas entidades creadas de Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia y Unnim fruto de procesos de reestructuración.

Según el diario económico *Expansion.com* el 10 de mayo de 2012, en el siguiente gráfico se visualiza el montante total de ayudas emitidas por el FROB, desgredadas individualmente por cada entidad bancaria.

Un total de 8 entidades han sido intervenidas o nacionalizadas y los fondos públicos han sido suministrados de tres formas distintas: inyecciones directas de capital, compra de acciones preferentes y emisiones de deuda convertible (CoCos).

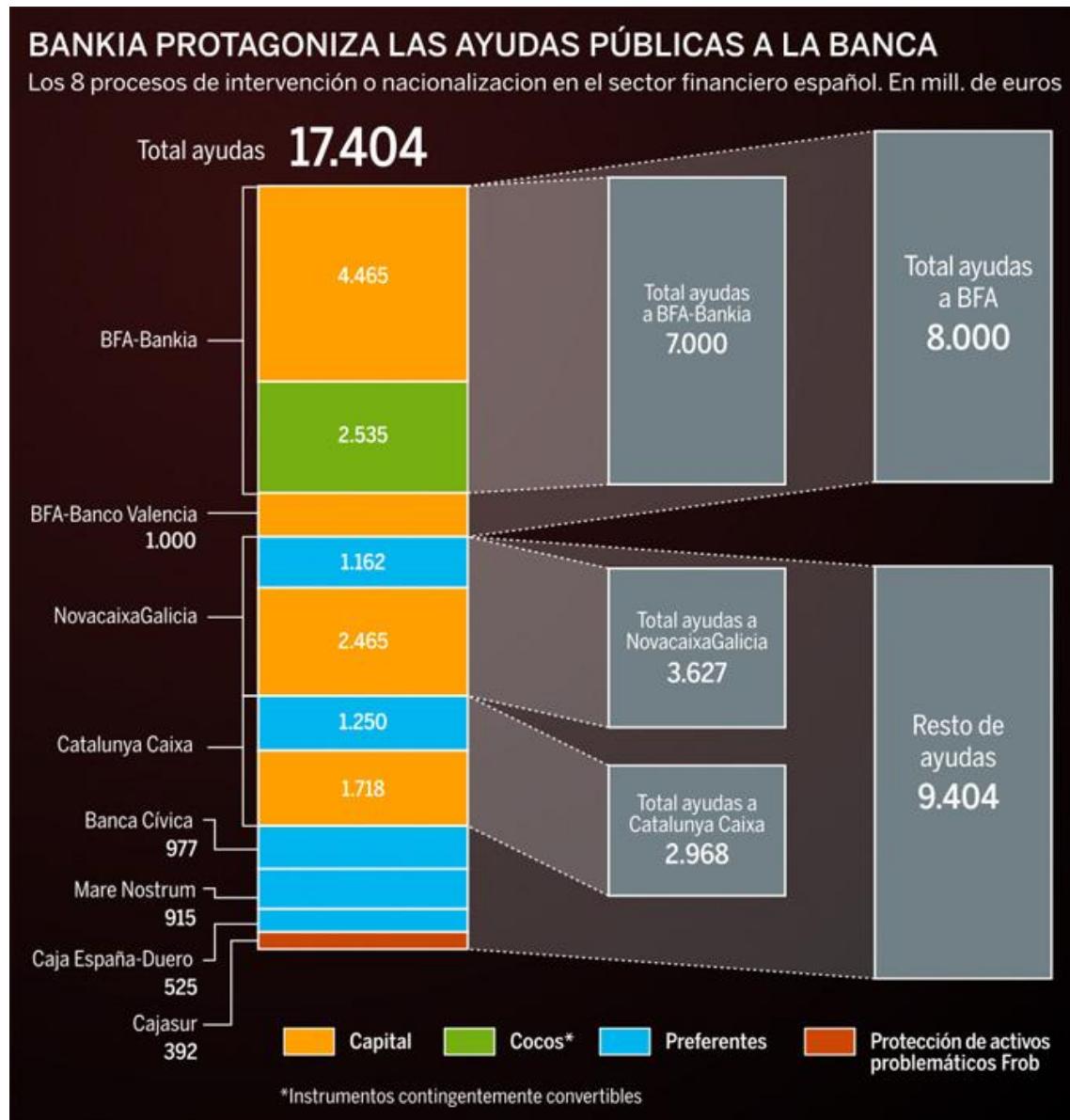


Gráfico 1. Primera emisión ayudas FROB (*Expansión*, mayo 2012).

Además, aunque no fue considerado como reforma financiera, en julio de 2010 se aprobó un nuevo régimen jurídico de las Cajas de Ahorros. Se exigieron nuevas formas corporativas para ejercer la actividad financiera a través de la creación de un banco y la creación de fundaciones de carácter especial para englobar las aportaciones a la obra social de las mismas. También se buscaron mejoras en sus organismos de gobierno, eliminando peso de poderes políticos y públicos, orientándose a la profesionalización de sus miembros.

Para la nueva regulación bancaria de las entidades resultantes, se eliminaban cualquier restricción legal a las integraciones interregionales, para así facilitar las fusiones y adquisiciones. Siendo de obligatorio cumplimiento por las entidades resultantes la emisión de cuotas participativas, limitando su cuota máxima para no perder el control de las Cajas y buscar una flexibilización de las mismas.

#### ***Real Decreto-ley 2/2011: reforzamiento del sistema financiero***

En la segunda reforma, el gran objetivo fue exigir un mayor capital mínimo para las entidades bancarias, reforzando la solvencia del sistema bancario y estimulando el saneamiento de los balances bancarios. Dicho capital principal se compone del capital social, las reservas y las primas de emisión, minorados por las pérdidas y ajustes negativos de valoración, y es la medida o ratio protagonista de fortaleza financiera exigida para una entidad.

La aprobación de este Real Decreto-ley supone el primer reconocimiento de que el sistema financiero español tiene un grave problema de credibilidad. Al igual que la anterior reforma, busca acelerar el proceso de reestructuración de algunas entidades y de las cajas de ahorros.

Así, se aumenta el capital principal mínimo exigido a las entidades bancarias al 8% de las exposiciones totales ponderadas por su riesgo. Además, se establece un recargo del 2% para aquellas que dependen excesivamente de los mercados mayoristas (cuando la financiación en mercados sea mayor al 20%) y no tengan distribuido a terceros como mínimo un 20% de su capital social o derechos de voto. Si coyunturalmente una entidad no alcanza el porcentaje de capital principal mencionado, el Banco de España puede imponer restricciones afectas al reparto de dividendos, a la dotación de la obra social, a las remuneraciones variables de directivos o retribuciones económicas.

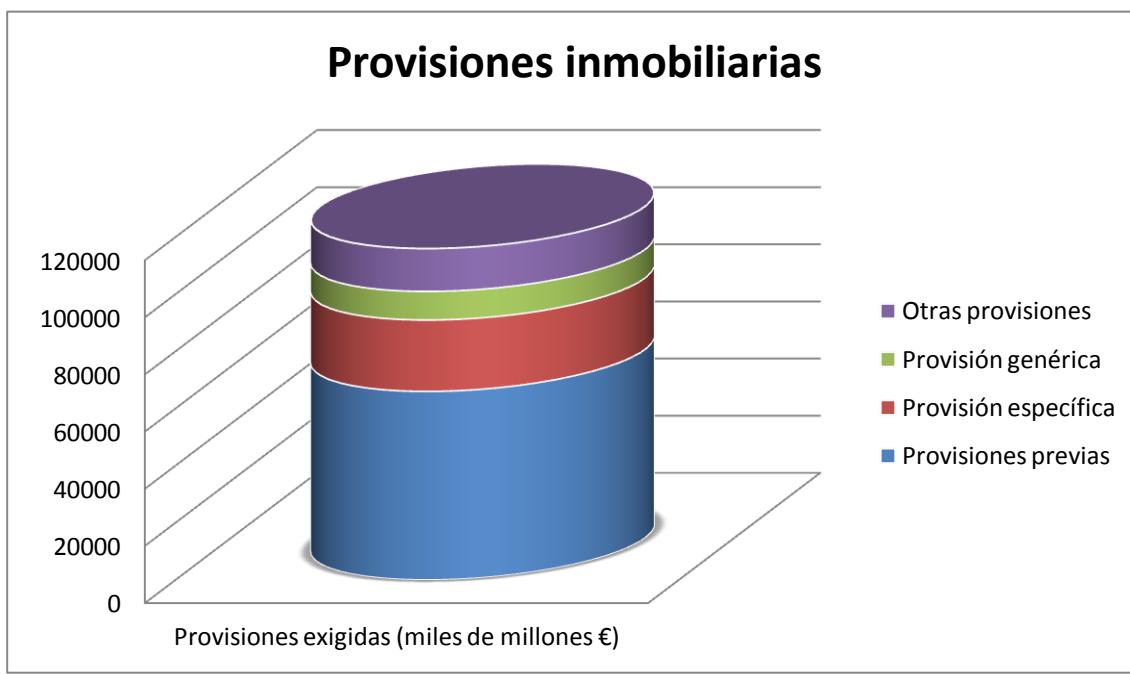
Por tanto, las entidades tendrán un doble objetivo; no sufrir el recargo de recursos propios aprobado por el Gobierno y superar la insuficiencia de capital principal aprobado en la norma. Para cumplir estos dos objetivos es altamente recomendable la transferencia del negocio financiero a banco debido a la mayor facilidad de colocación de acciones que cuotas participativas, al considerarse activos de reconocimiento en los mercados.

### **Real Decreto-ley 2/2012: saneamiento del sector financiero**

La tercera reforma post-crisis y primera del actual Ministro de Economía Luis de Guindos se centra en recuperar la credibilidad de los mercados, posibilitando la venta de deuda entre inversores institucionales y permitiendo que fluya el crédito a las familias y pequeñas empresas.

Debido a las extraordinarias pérdidas relacionadas con la burbuja inmobiliaria, el dinero que se prestó a promotores y constructoras no se ha podido recuperar o amortizar, por lo que esta nueva reforma exige provisionar o acumular un fondo de dinero disponible para compensar esas pérdidas durante su vigencia en los próximos años.

Se calcula que la banca está contaminada por el exceso inmobiliario por un valor de 175.000 millones de € y a fecha de la reforma, hay provisionados unos 66.000 millones de € para cubrir esas pérdidas. A través de la reforma, el Gobierno solicita provisionar 25.000 millones de € más a las entidades sobre sus beneficios (provisión específica) para imprimir confianza al mercado, luego el Ejecutivo exige 10.000 millones de € más para solventar problemas a corto plazo (provisión genérica) y otros 15.000 millones de € sobre fondos propios o herramientas financieras para llegar a los necesarios 50.000 de la reforma. Así, el aprovisionamiento total sería de 116.000 millones de € (*Cinco Días*, 03/02/2012).



Esta situación se debe traducir en un aumento de solvencia de las entidades y de la confianza del sector financiero español, lo cual debería facilitar la emisión de deuda para conseguir liquidez y concretarse en aumento del flujo de crédito para las familias y pymes.

Además, la reforma fomenta los procesos de integración o fusiones entre entidades financieras, fomentando sinergias y realizando un saneamiento de balances de las mismas, para lo cual tienen un plazo de 12 meses. Para ayudar estos procesos de integración de entidades frágiles, habrá nuevas ayudas a través del FROB con la compra de bonos de deuda de las entidades, convertibles en capital (acciones) si la entidad no puede cumplir determinados ratios.

***Real Decreto-ley 18/2012: saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero***

Con el objetivo de recuperar la credibilidad del sector financiero y hacer fluir el crédito, se emite la segunda reforma del actual gobierno de España.

Parece ser que la reforma aprobada 3 meses antes no convenció a los mercados, como demuestra el rescate de Bankia, la cuarta entidad financiera del país en activos. Por estas razones, se emite una nueva reforma obligando a la banca a aumentar todavía más la provisión de los créditos en unos 30.000 millones de €.

Estas nuevas provisiones afectan a los créditos inmobiliarios considerados no problemáticos (que de momento no están en mora o impago), a diferencia de la anterior reforma aprobada, que exigió alrededor de 50.000 millones para sanear la cartera de créditos problemáticos o morosos.

De esta manera, la banca española debe destinar alrededor de 84.000 millones de € para sanear los créditos a la promoción inmobiliaria, que sumaba a final de 2011 un total de 310.000 millones de €. El Ministerio considera que no todas las entidades españolas podrán afrontar estos requerimientos sin deteriorar sus ratios y recursos propios, por lo que remite a inyecciones de capital (a través del FROB) en forma de compra de acciones o títulos convertibles de las entidades más debilitadas.

**Real Decreto-ley 24/2012: reestructuración y resolución de entidades de crédito**

La tercera y última reforma ejecutada por el actual Ministro Luis de Guindos tiene el mismo objetivo que las anteriores, garantizar un sistema financiero solvente y que las entidades resultantes de estos procesos den confianza a través de su funcionamiento.

La novedad de ésta reforma es la gestión de situaciones de crisis en las entidades de crédito, pudiendo acometerse de tres formas distintas. Son posibles una intervención temprana (entidades con dificultades leves), una reestructuración (entidades con debilidades transitorias que pueden resolverse con la inyección de fondos públicos) o una resolución ordenada (entidades inviables).

También se refuerza la protección para el pequeño inversor debido a los problemas con las emisiones preferentes, restringiendo la comercialización de este tipo de productos en el futuro.

Para ayudar a la gestión y mejora de los balances de las entidades bancarias, se constituye una sociedad de gestión de activos (SAREB) o también conocida como “banco malo”. Esta entidad comprará los activos dañados (sobre todo inmobiliarios) de los bancos, para mejorar la situación con una mayor solvencia y un balance saneado, buscando que los bancos se dediquen al negocio tradicional: gestionar el ahorro de los clientes y proporcionarles créditos.

El llamado *banco malo* adquiere los activos, enajenándolos en un horizonte temporal de entre 10 y 15 años y más tarde los vende. La propia reforma otorga al FROB la capacidad de obligar a los bancos que reciben ayudas públicas a transferir sus activos al *banco malo*.

Desde su creación en febrero de 2013, según una noticia publicada el 3 de Junio en *Expansión.com*, la sociedad SAREB ha vendido un total de 550 viviendas, estando pendientes de escriturar 800 más y otras 2.200 con oferta preliminar de compra.

Se considera que estos datos no son demasiado positivos, y habrá que acelerar la tasa de ventas si quieren llegar al objetivo preestablecido de vender 42.500 viviendas en 5 años, ya que el horizonte temporal de venta de toda su cartera de activos es de 15 años. Ello provoca buscar potenciar otra línea de negocio como son los alquileres, para satisfacer una demanda social creciente, maximizando la rentabilidad de sus activos en todo momento.

Este hecho podría provocar un nuevo descenso de precios en el sector por parte de los bancos y anticiparse a las futuras rebajas por parte del SAREB, aunque se considera que ambas entidades quieren encontrar un punto de equilibrio entre un mayor ritmo de ventas y la bajada de precios de los inmuebles. De todas formas, expertos de la agencia Fitch estiman que el precio de los pisos toque fondo en España a finales de 2014, mientras que se necesitarán más 6 años en eliminar el stock de pisos existente.

## 4. ISLANDIA, EL NUEVO RICO QUE VIVIÓ POR ENCIMA DE SUS POSIBILIDADES

Islandia es un pequeño país situado en una isla al norte de Europa con una población de 300.000 habitantes y una superficie de unos 100 km cuadrados.

Económicamente es un país que no pertenece a la Unión Europea (UE), y su productividad es consecuencia directa de su amplia riqueza de recursos naturales, como la pesca y energía.

Llama la atención que un país tan pequeño e independiente resulte ferozmente dañado por la crisis financiera mundial, pero esto tiene sentido cuando se comprueba el desmesurado crecimiento que tuvo el sector bancario en la isla y las facilidades burocráticas que otorgó el Banco Central de Islandia. Este hecho acompañó a una fase económica expansiva e hizo que en términos de PIB per cápita fuera el séptimo país del mundo. Por el contrario, la crisis financiera internacional desencadenó graves problemas, la burbuja explotó y consiguientemente la totalidad de la deuda a finales de 2008 excedía más de 6 veces el PIB. Se calcula que el sistema bancario, a través de su totalidad de activos, era diez veces el tamaño del PIB nacional, disparando los precios de inmuebles y valores.

### 4.1. Aspectos previos

Islandia había sido tradicionalmente un país que basaba su economía en los recursos naturales, como la pesca y la energía. Este hecho fue cambiando progresivamente con el aumento de potencial del sistema bancario. Se creó tal cambio social que los jóvenes que se estaban formando y eligiendo sus estudios, preferían ser empleados de banco. Los más válidos de otros sectores eran igualmente reclutados para el creciente sector financiero, proporcionándoles una mayor calidad de vida y riqueza.

Pero este sueño de riqueza terminó de pronto en otoño de 2008, cuando se erigió la quiebra del estado de Islandia. En esa época, el tipo de cambio de la moneda local (corona islandesa) se desplomó, los tres grandes bancos (Landsbanki, Kaupthing y Glitnir) fueron nacionalizados. Las tasas de inflación y el desempleo aumentaron de forma alarmante a final de año. En unos pocos meses, la población perdió toda la riqueza que había acumulado en los años anteriores, mantenida en los mismos bancos o en el mercado de valores, que cayó un 90%. Igualmente cayó el precio de la vivienda, y los ciudadanos comenzaron a guardar suministros y moneda extranjera que poseían, porque la corona se había devaluado fuertemente.

Con el gobierno en estado de bancarrota, los islandeses pidieron préstamos a los aliados países escandinavos para asegurar las importaciones de alimentos esenciales. Estas medidas las combinaron con regulaciones sobre el tipo de cambio y control del uso de divisas en la reciente compra de importaciones.

Todo el país se pregunta cómo se pudo producir el boom y la posterior quiebra. Análisis externos reflejan lo mismo que con la crisis internacional, ambas culpan a los mismos aspectos: banqueros codiciosos, corrupción política, inexperiencia previa y desregulación del sistema financiero. Asimismo, algunos economistas hablan como una de las causas principales, la desregulación financiera permitida en el país durante la década previa.

La crisis de Islandia en particular y del mundo en general, fue causada por las actuaciones de los bancos centrales y las organizaciones públicas. Así, en el posterior análisis, se explica cómo una serie de acciones gubernamentales fueron generando el colapso económico nacional.

Durante el boom de la crisis, la estructura fiscal no fue efectiva y se restringieron los gastos del gobierno. Las entidades públicas locales y nacionales sobrepasaron sus presupuestos y esos excesos comenzaron a considerarse una norma. Este desequilibrio fiscal es el principio del sector público islandés. También durante los 10 años previos de la crisis hubo liberaciones económicas. Sin embargo, estas liberaciones son las que ahora van acompañadas de intervenciones severas para paliar sus efectos.

En los meses posteriores, ya a final de 2008, el Fondo Monetario Internacional (FMI) reconoció que la economía islandesa se había colapsado y la raíz de este problema fue un sobredimensionado sistema bancario. Como ejemplo, se observó que en el año de la completa privatización del sector (2003), los bancos aumentaron sus activos desde un 100% del PIB a un 1000%.

En conclusión, se considera que a parte de las intromisiones e intervencionismo público, la crisis islandesa es el resultado de dos prácticas bancarias, que combinadas, resultan explosivas: desequilibrios de inversiones y divisas, influyendo sobre las inversiones de activo, pasivo y tipos de cambio. Estas actividades están omnipresentes en las finanzas modernas, en el país se llegó hasta las situaciones más extremas, aportando al sistema financiero una mayor fragilidad.

Estos hechos de debían a la abundante deuda soberana que tenía el país, la cual excedía el 300% del PIB en 2007. Además, dos terceras partes de la deuda estaban denominadas en moneda extranjera y con una duración a corto plazo, asumido casi en su totalidad por el sistema bancario.

Este sistema estaba muy debilitado por la existencia de una institución que podía rescatar a estas naciones a un nivel muy alto (FMI), lo cual implícitamente aseguraba una garantía de apoyo directa al estado islandés, reducía riesgos visibles de volatilidad y tipos de cambio, y la población aumentaba su financiación en divisas extranjeras, sin considerar el peligro que conllevaban estas operaciones. Consecuentemente, los bancos islandeses cambiaron su deuda en coronas por nueva deuda en divisas, apoyando la expansión internacional de crédito. Estas malas inversiones supusieron el escenario idóneo para el colapso y la restricción de liquidez de 2008, derivando en la quiebra y la explosión de la burbuja financiera. El Banco Central de Islandia (BCI) y el gobierno intentaron actuar como prestamistas, como último recurso de rescate, pero ellos fallaron y la economía nacional colapsó.

## 4.2. Principales causas del colapso

A continuación, vamos a analizar individualmente las razones de mayor importancia que ayudar al desencadenamiento del colapso económico del país.

### Desequilibrios en el vencimiento de las inversiones

Aunque es un aspecto común en muchos países desarrollados dónde afectó la crisis, el sector bancario islandés está demasiado involucrado en el desfase de vencimientos de inversiones. Este hecho fue debido a que los bancos nacionales emitieron deuda a corto plazo para invertir en activos a largo plazo. Así, ellos tenían que renovar sus obligaciones a corto plazo cada vez que éstas vencían buscando nuevos prestatarios, pero la crisis de liquidez que apareció hizo que este sistema colapsara.

Con la explicación de estos hechos, la primera pregunta que viene a la mente es por qué los bancos usaron esta arriesgada práctica. La principal razón es la rentabilidad que conllevan los tipos de interés, siendo normalmente más altos a largo plazo que a corto. Un banco que presta dinero a corto y lo invierte a largo, obtendrá la diferencia como beneficio directo. Puede resultar muy rentable pero también es arriesgado, ya que como he comentado requiere una reinversión continua de los activos a corto plazo y en combinación con la expansión de crédito, se pueden generar malas inversiones.

Esta acción también conlleva otro problema de riesgo, que es la falta de liquidez en caso de falta de renovación y captación de inversiones a corto plazo, lo cual llevaría a los bancos a una cartera de préstamos insostenible y la posterior insolvencia del banco. Esta fue una práctica muy común en todos los países, este tipo de prácticas se llevaban a cabo porque tenían, como último recurso, una garantía del gobierno para rescatarlo en caso de quiebra.

Así, los tres grandes bancos (Kaupthing, Glitnir y Landsbanki) tenían un incentivo adicional para su mala praxis bancaria, porque ellos mismos se consideraban demasiado grandes para caer y si uno lo hacía, se crearía un efecto dominó y todo el sector bancario quebraría. Esto hizo que el BCI permitiera a los bancos a incrementar el riesgo de inversiones a corto plazo sin compensación en activos de correspondiente riesgo o duración. Esta estructura parecía ir bien hasta que en 2008, la repentina escasez de inversión mayorista no les permitió reinvertir el dinero a corto plazo y ser solventes.

El sistema bancario fue perdiendo depósitos y los clientes comenzaron a ponerse nerviosos tras la quiebra de Glitnir en septiembre de 2008, lo cual paró la reinversión y trajo a los bancos una restricción de liquidez. Esta acción tuvo su primera consecuencia de una política que aplicó el BCI en 2003, rebajando las obligaciones de reservas de 4 a un 2%, elevando el multiplicador monetario de ocho a quince veces y provocando mayor efecto apalancamiento. Este suceso provocó una mayor disponibilidad de dinero, exceso de liquidez que fue rápidamente puesto en el mercado de préstamos, mayoritariamente en hipotecas.

En 2003, coincidiendo con las reducciones en las obligaciones de reservas, también se comenzaron a rebajar los tipos de interés como en el resto del mundo (EEUU, UE, Canadá, Inglaterra, etc.) fomentando la expansión crediticia. La diferencia es que en Islandia se fomentó excesivamente con la reducción en reservas al 2%, mientras que la Reserva Federal Americana lo mantenía estable en un 10%.

Durante los años previos a la crisis, se desarrolló una política monetaria más flexible en el tipo de cambio de la corona, buscando un mayor control de la inflación, manteniéndola baja y estable. Sin embargo, esta acción no tuvo las consecuencias que se esperaban y la tasa de inflación creció fuera de los límites establecidos (2,5%, con un margen de 1,5% arriba o abajo). Como explican los análisis posteriores, hubo un error de estudio y estimación previa.

El Banco Central Islandés intentó copiar el mismo modelo empleado por el Banco de Canadá, enfocado a una economía abierta y dando relevancia al comercio exterior a través de su máximo aliado Estados Unidos. Islandia lo quería aplicar sustituyéndolo por la Unión Europea y Reino Unido, pero mientras USA y Canadá mantienen una larga tradición y comparten políticas de entrada, Islandia no comparte esta historia con sus aliados. Quizás el problema de emplear este modelo prestado, era la gran diferencia existente entre ambas tasas de inflación, siendo cuatro veces mayor la islandesa. El CBI para contener los excesos en la tasa de inflación, optó como remedio modificar algunos de los bienes más volátiles, así que eliminó los valores de la vivienda, energía y alimentación.

Así, con estas decisiones atrajeron la expansión crediticia y la financiación circuló por las principales áreas de la economía, principalmente en el sector inmobiliario y en el industrial energético. El rápido crecimiento de la demanda interna alzó rápidamente los precios y la inflación.

Sin embargo, esta modificación atrajo nuevos problemas. El primero es que casi la totalidad de la alimentación era importada y era un componente esencial del índice, y el segundo es la energía, de gran volatilidad, afectaba igualmente a la tasa y las expectativas. Esta política monetaria estaba combinada con un creciente suministro de dinero, generando abundantes cantidades de liquidez disponible para prestar o invertir. Hasta 2005 la emisión de dinero creció a un ritmo estable, pero a partir de ese año el suministro aumentó un 20% más que los años previos. Este brusco crecimiento había fomentado el consumo de los ciudadanos, lo cual sirvió igualmente para aumentar las presiones inflacionarias de la economía.

También se creó otra entidad estatal para asegurar la expansión de crédito y la posibilidad de pedir grandes cantidades de préstamos a largo plazo. Fue el llamado Fondo de Financiación de Vivienda (HFF) creado en 1999 para proveer directamente hipotecas, aunque cualquier compañía podía hacer uso de sus servicios. En 2004 casi el 90% de las hipotecas estaban emitidas por HFF y sus emisiones de bonos comprendían casi todo el mercado de bonos, por lo que no sólo los tipos de interés estaban manipulados por el banco central, también existían otras entidades públicas.

Todos estos hechos favorecían la manipulación y creación de esta política de modificación de los tipos de intereses sobre las inversiones, y ya en 2007 se vio como la totalidad de los depósitos a muy corto plazo acumulaban casi un 50% del PIB islandés de ese año. En caso de no renovar sus depósitos, faltaría casi medio año para cubrir esa brecha de financiamiento.

El problema llegó cuando la liquidez disminuyó, los clientes no renovaron sus depósitos y esa falta de liquidez para prestar se extendió a todo el sistema financiero. Los bancos se vieron forzados a malvender sus activos para cubrir su déficit, colapsando el mercado de activos y los bancos tuvieron que terminar reduciendo su capital siendo finalmente insolventes.

Por eso, cualquier rumor de problemas sobre su solvencia, iba a tornarse esencial para evitar todo el proceso de quiebra de los bancos y el colapso del sistema financiero. A finales de 2007, llegaron los dilemas con la quiebra del banco inglés Northern Rock, y comenzaron a depreciarse los fondos y emisiones de deuda cubiertas por hipotecas.

### **Inestabilidad en la oferta y demanda en divisas**

Otro aspecto fundamental para conocer la profundidad y las causas de la crisis islandesa es la admisión de créditos y préstamos en divisas concedidas a familias del país, con el simple objetivo de pagar un tipo de interés menor.

Este movimiento emergió alrededor de 2003 con la fusión del banco Kaupthing y otro, lo cual lo mejoró su ratio de crédito, lo consolidó en el sector y permitió la emisión de bonos en los mercados mayoristas. Otros bancos siguieron esta fórmula durante el boom del año 2000, consiguiendo acceso a los mercados internacionales, ofreciendo a clientes de todos los países depósitos u otros productos de activo (en divisa nacional e internacional), casi siempre a través de internet.

Combinando la captación de dinero de la población islandesa mediante inversiones a corto plazo, la expansión internacional permitió conseguir clientes de otros países europeos. Para los pequeños inversores extranjeros resultaba atractivo debido a los mayores tipos de interés que ofrecían los bancos islandeses sobre los suyos, lo cual posibilitaba el BCI con su garantía sobre el sector. Como el desequilibrio de los vencimientos de las inversiones, el desequilibrio en la oferta y demanda de las divisas era muy beneficioso por el hecho de las diferencias de los tipos de interés vigentes en las distintas economías.

Como los tipos de interés islandeses eran relativamente más altos que en los principales mercados (Banco Central Europeo, Reserva Federal Americana o Banco de Japón), el mecanismo se completaba con un endeudamiento en estas divisas (euros, dólares o yenes) para una posterior inversión en activos nacionales. Este proceso era muy arriesgado y de la depreciación de la corona islandesa al final de la crisis, surgieron cuantiosas pérdidas e insolvencia de muchos inversores que especularon en estas divisas.

Como en el caso anterior, lo principal es preguntarse por qué los bancos comenzaron a utilizar estas prácticas arriesgadas. De nuevo la razón principal es la desregulación del sector por el propio BCI y el FMI. Para estas materias, se implicaba en primer lugar a la garantía pública y en segundo al propio FMI en circunstancias graves de quiebra, por lo que la gente tomaba en consideración menor riesgo del que verdaderamente existía.

Este hecho se soportaba básicamente en la seguridad aportada por las garantías gubernamentales, fomentando las operaciones especulativas y reduciendo el riesgo operacional en la mente de los inversores. Incluso los propios banqueros consideraban que el sector bancario tenía tanta fuerza que otros países aliados ayudarían en un posible rescate, lo cual no fue posible ya que en 2008 todos los países tenían ya de por sí sus propios problemas.

Otra razón del gran problema desencadenado por esta herramienta fue la implicación en nuevos productos financieros sobre las divisas. Se recurrió mucho a la formalización de swaps de divisas entre empresarios, para cubrir sus posiciones en divisa extranjera y dar la falsa sensación de seguridad sobre las restricciones de liquidez. En 2004 incluso el FMI informó sobre el desarrollo positivo de economía islandesa potenciando el uso de otras monedas, pero localizaron una creciente diferencia de préstamos e ingresos en divisas, generando desequilibrio debido a la inexistencia de compensaciones.

En esa época de exceso de liquidez, año 2003, la Reserva Federal Americana puso como objetivo el tipo de interés al 1% durante un año, el Banco Central Europeo al 2% durante dos años y medio, y el Banco de Japón por debajo del 1% hasta 2008. De esa forma, las principales economías exportaban su expansión crediticia a países como Islandia, con tipos de interés más altos, tomando mayores inversiones en divisas extranjeras que las que podían ahorrar sus clientes. Esta gran concentración de dinero nacional y extranjero influyó en la tasa de inflación, cuyo objetivo era de 2,5% anual y llegó a alcanzar un ratio medio del 4 al 6%.

La brecha de financiación en moneda extranjera y moneda local crecía año tras año a un ritmo vertiginoso, lo cual culminó en el declive de la corona en los mercados extranjeros que puso fin a las adquisiciones con financiación en divisas.

La mayor fuente de inversión en moneda extranjera fue el yen japonés, debido a la libre política monetaria del Banco de Japón, que mantenía artificialmente los tipos de interés muy bajos, consiguiendo en ocasiones préstamos a menos de 1% anual. Así, el exceso de liquidez proporcionado por el atractivo de inversión llevaba a nuevas inversiones a largo plazo, lo cual desencadenaba en mayor inflación del país, mayor desequilibrio de vencimientos y malas inversiones. Durante los años 2002 al 2005, la financiación de moneda extranjera para los islandeses creció más de un 550%, lo cual propició abundante liquidez e inversiones muy beneficiosas.

Los bancos también permitían cambiar la financiación en divisa a moneda local en el BCI, y consecuentemente aumentaba la emisión de dinero. Así, los bancos también utilizaban esta herramienta y casi el 70% de su dinero captado era en moneda extranjera, la cual trasladaban a préstamos para sus clientes o inversiones en compañías y activos por toda Europa. Otra cuantía importante, la garantía de los préstamos en coronas, ascendió a un importante valor hasta casi doblar el PIB anual del país.

Los problemas aparecieron cuando se debilitó el tipo de cambio de la propia corona y fue cada vez más difícil cubrir esas pérdidas. Artificialmente habían creado un enorme agujero negro en el sistema financiero que sólo se podía solucionar vendiendo los activos para tapar los agujeros, pero que nadie estaba dispuesto a comprar. Así, se había desencadenado el colapso financiero.

Este sistema tan apalancado era insostenible, cosa que advirtió en 2004 el FMI. Fomentaba el uso de otras divisas, pero emitiendo la mayoría a corto plazo, mientras que en la realidad sólo contaban con el 20-30% del total. Además, eran a través de préstamos a empresas con posiciones descubiertas, sin ingresos en divisas para compensar el pago de cuotas.

### **Malas inversiones como consecuencia del boom**

Como ya avanzó la teoría austriaca del ciclo de negocio, generalmente se producen los mismos errores que desencadenan en el boom económico debido a la expansión de crédito.

En primer lugar, las inversiones tuvieron una mala asignación de capital, financiadas sin dinero ahorrado real. La expansión de crédito incentivó a que empresarios y emprendedores tomaran prestado más dinero que el que podían ahorrar, fomentando el suministro de crédito y dinero pero no de ahorro.

En segundo lugar, los consumidores se vieron seducidos a consumir debido a los bajos tipos de interés. La herramienta artificial de mantener los tipos de interés más bajos de lo que debería aumenta el consumo, reduce el ahorro y endeuda a la población con la compra de productos duraderos en el tiempo.

Como tercer punto, el cambio en el modelo de negocio de la expansión crediticia. Debido a los excesos de liquidez, se presta dinero a grandes como a pequeños negocios, así el sector financiero crea dinero nuevo y su beneficio aumenta, captando recursos de todos los sectores económicos. El proceso continúa y cada vez es más beneficioso hasta que la especulación comienza a ser la base del sistema, lo cual elimina las ventajas del mismo y el decrecimiento económico finaliza en el colapso.

En el caso islandés, estos tres puntos generaron malas inversiones en el país, aunque no fue el único ya que fuera de sus fronteras se permitieron inversiones de compañías islandesas para comprar otras empresas extranjeras, participando en el colapso financiero mundial.

La mayoría de inversiones en territorio islandés eran para empresas del sector inmobiliario y de fundición de aluminio y en ambos casos hacían proyectos a largo plazo pero obtenían préstamos a corto plazo para irlos renovando. En el caso del sector del aluminio islandés, se trataba de uno de los más potentes del mundo (producción 4% mundial) y consistía en la importación de materia prima, proceso de producción en el país y posterior exportación de aluminio al resto del mundo. La transformación del mismo era muy intensiva en consumo de capital y tiempo, por lo que su viabilidad dependía directamente de tipos de interés bajos sobre el crédito y alto nivel de precios.

Durante el boom, el incremento en el suministro de dinero y los bajos tipos de interés propiciaron que los precios del aluminio se dispararan. El aumento de competitividad de las empresas de aluminio involucró al país en la burbuja internacional de precios y activos.

Sumando factores al aumento de la deuda externa, en 2003 el Parlamento Islandés decidió crear dos enormes fábricas de fundición de aluminio más. Estarían situadas en el este y el oeste de la isla utilizando la energía geotérmica propia de la isla, además del agua del deshielo, construyendo así la mayor presa de grava del mundo. Sólo el coste de llevar a cabo estos proyectos correspondía al 35% del PIB y los materiales de construcción tenían que ser importados, por lo que esta obra se consintió por encima de sus posibilidades y fue una mala inversión. Otra nefasta inversión en el país fue la realizada en el mercado inmobiliario ya que el bajo tipo de interés del crédito lo hacía muy atractivo para construir o comprar. Además, debido a los factores explicados anteriormente, los mismos préstamos se financiaban en moneda extranjera con yenes japoneses o francos suizos.

También facilitó las operaciones la existencia de un organismo estatal particular (HFF), que permitió emitir hipotecas a tipos de interés menores. Intentaron copiar el mismo modelo existente en USA, pero con la gran diferencia que en Estados Unidos el propio estado negociaba con los clientes y en Islandia actuaba como garantía de deuda. El sector público, en comparación con otros países, estaba demasiado involucrado en este mercado garantizando préstamos e hipotecas sobre el sector bancario. Por ello, un estudio del FMI en 2005 recomendaba reducir las garantías del HFF, intentando acercarse al homónimo organismo norteamericano.

Ante la reducción de ratios del HFF, los bancos islandeses tenían exceso de liquidez y se dedicaron a invertir ellos mismos en el mercado inmobiliario y a aumentar las hipotecas, mediante emisión o refinanciación. Además, aumentaron los ratios hipotecarios prestando el 100% del valor de la vivienda, superando el ratio anterior del HFF que rondaba el 65-70%. Esta competición entre los dos organismos, desencadenó en la aceptación de mayores riesgos por los bancos y la facilitación de hipotecas a clientes posiblemente no solventes, infravalorando el riesgo implícito. Los bancos se sentían incapaces de competir con el estado y comenzaron a usar hipotecas a muy largo plazo, superando los 40 años, sin ser apenas avaladas y reduciendo tipos de interés y pagos iniciales.

La competencia entre los dos organismos iba en aumento y el propio HFF aumentó sus ratios de préstamo, lo cual desencadenó un incremento de la demanda de vivienda y de sus precios. Aunque se intentó frenar esta imprudente trayectoria, en 2007 ya era demasiado tarde para evitar la quiebra.

Otra fuente de malas inversiones fue la emisión de bonos islandeses, más conocidos como "bonos glaciares" y denominados en coronas, se comenzaron a emitir a mediados de 2005 con trascendencia internacional, en la emisión de 2007 alcanzaron la sorprendente cifra del 37% del PIB del país. Estos bonos eran innecesarios en el momento de su creación, eran otra fuente extra de liquidez, un reclamo para la especulación y una adición para los niveles de deuda de las entidades.

Fueron capaces de captar un total de 4,59 millones de €, fundamentalmente debido a la diferencia de rendimiento en los tipos de interés de los propios bonos y los extranjeros. Tuvo relevancia internacional porque en el extranjero se mantenía la percepción de alto valor de la corona islandesa, que ya se había estabilizado. Se considera que los bonos fueron emitidos en el momento exacto en el cual la economía había tenido que ser controlada y frenada.

Todos estos sucesos desencadenaron incluso en cambios sociales y de educación dentro del país, que había pasado de ser un país tradicional con una economía basada en la pesca a ser un país referente en las finanzas, dónde todos los jóvenes querían estudiar economía y obtener altos salarios. También cambió el modelo de comercio exterior existente, que ahora trataba de importar bienes y exportaba servicios financieros. Esta estructura de producción, con un creciente déficit exterior, era muy peligrosa si se mantenía en el tiempo, pero Islandia se había convertido en un país muy rico, incluso más caro que los principales países europeos. Los nuevos ricos islandeses jugaban entonces a invertir en otros países como Gran Bretaña, comprando cadenas de ropa, empresas de aviación o incluso un equipo de fútbol.

Como los tipos de interés continuaban siendo bajos, los ciudadanos no invertían su dinero a largo plazo y gastaban todo su dinero restante en el consumo, incluso tomando préstamos en divisas internacionales. Por ejemplo, la demanda de coches se disparó durante estos años, llegando a alcanzar la cifra de 5% del total de la población que compraron un coche nuevo durante el 2005. Apenas existía desempleo, sobre 1%, y gran cantidad de inmigrantes venían a trabajar, mayoritariamente polacos o lituanos, estando algunos incluso pluriempleados. Estos nuevos hábitos eran difícilmente sostenibles ya que todos estos lujos se estaban financiando con deuda privada y su garantía final pública.



### 4.3. La necesaria reestructuración

Como se ha comentado en los puntos anteriores, hay tres pilares fundamentales de la economía islandesa que hay que recuperar para sanear todo el maltrecho sistema financiero.

En primer lugar, las malas inversiones necesitan ser liquidadas, liberando recursos y las cargas financieras que no permiten reemprender negocios a los empresarios locales.

También hay que reducir el sobredimensionado sistema financiero de la isla, totalmente innecesario para el país. Había que eliminar recursos para poder invertirlos en otras áreas dónde Islandia mantenía ventajas competitivas. Era necesario reducir el tamaño del sector financiero y adecuarlo al tamaño requerido para el país.

Y en último lugar, había que eliminar los nuevos hábitos consumistas que habían llevado a moldear a los propios ciudadanos. Los islandeses necesitaban recuperar su tradicional prudencia acerca del crédito y el gasto.

Permitiendo estas reformas, la vuelta a la normalidad no será fácil pero son necesarias para recuperar una economía saludable. Si se retrasan estas medidas, la temida inflación, los controles en el tipo de cambio, la manipulación, los rescates o las garantías públicas perdurarán en el tiempo y prolongarán la miseria del país.

Dentro de las propias reformas, es imprescindible realizar un ajuste de los recursos internos. Durante el boom, el capital financiero se desvió de los principales motores económicos del país, la pesca y los productos marítimos. Las industrias tradicionales se vieron deterioradas a favor de nuevos sectores como el inmobiliario, que deja el país con un exceso de viviendas disponibles en busca de compradores o arrendatarios. También las fábricas de aluminio que tienen un potencial productivo de energía demasiado amplio, buscan otros usos beneficiosos.

Estas específicas malas inversiones tienen que ser rectificadas, aunque sea complicado. El desmesurado consumo al que se habían acostumbrado los ciudadanos islandeses tenía que cesar y los propios incumplimientos de los préstamos supusieron un exceso de productos, como de los coches. La gran devaluación de la corona llevó atractivos precios en el entorno internacional para los consumidores (noruegos, daneses, suecos, alemanes, etc.) y así Islandia eliminaba su stock y se convertía en un exportador de coches post-boom. Además de que la compra del stock permitía recuperar la estabilidad de la economía, suponía una entrada necesaria de moneda extranjera para ir pagando las deudas pendientes en divisas.

Los empresarios o emprendedores también debían redirigir su capital en áreas económicas necesarias para el país, como la producción marítima o la energía. Las depreciadas flotas marítimas debían ser recuperadas para revertir esta situación. Aunque todas las propuestas y las ideas eran positivas, no estaban exentas de obstáculos, como por ejemplo el anuncio del Ministro del Sector Pesquero en el cual reducía los límites máximos de pesca en 2009, con el consiguiente inconveniente para las empresas nacionales y para el comercio exterior del país. Posteriormente, ya en 2010, se incrementaron los límites para facilitar el flujo de moneda extranjera y reducir el déficit.



Otro factor que había que adaptar y trasladar de un sector a otro era la mano de obra, que durante el boom se había especializado en nuevas industrias que no tenían cabida a futuro. Había que volver a formar a los trabajadores en los sectores más tradicionales, como por ejemplo tornar banqueros en pescadores. En contra del proceso, estaban unas altas compensaciones monetarias (generosas y continuadas) para los desempleados que reducían los incentivos a buscar trabajo inmediatamente.

La tasa de desempleo no creció tanto como en otros países, pero era una estadística tergiversada ya que normalmente los islandeses tenían dos trabajos y debido a la crisis sólo perdieron uno de ellos. Lo que descendió en gran medida fueron las horas laborales por trabajador, espejo del declive económico.

Todo el sector industrial estaba inmerso en despidos, oficinas vacías y reputación deteriorada, pero era un largo camino necesario para la recuperación. El cambio estaba proyectado, formar a los empleados en nuevos oficios y reutilizar instalaciones para otros sectores para sanear la economía.

A parte, el sistema financiero tenía que empezar de cero porque todo había colapsado y no había posibilidad de rescate. El índice de la moneda local (la corona) se desmoronó un 58% antes de estabilizarse, y eso repercutió en un encarecimiento de las importaciones, las cuales eran esenciales para la economía y disparaban el déficit exterior.

En ese aspecto no todo fue negativo, puesto que abarató los precios de los productos locales e hizo de Islandia un país de exportación relativamente barato, fortaleciendo la demanda de sus bienes. Esa ventaja competitiva apuntaló el potencial de las empresas nacionales, especialmente en el sector marítimo y energético.

A parte de todo lo explicado anteriormente, la recuperación islandesa para los grandes medios de comunicación se basa en la premisa de que no quisieron rescatar a sus grandes bancos, al contrario que ha ocurrido en España.

Esta afirmación es falsa, y es debido a que no consiguieron obtener el capital necesario para ayudar y rescatar a sus tres grandes bancos (Kaupthing, Glitnir y Landsbanki). Fruto de la crisis y la devaluación de la moneda local, se encontraban en la imperiosa necesidad de pedir un préstamo a alguna entidad o país aliado. Aunque recibieron un rescate por parte del FMI, necesitaban más flujo de crédito y lo intentaron pedir a los países escandinavos en primer lugar, y posteriormente a Rusia y USA. La mala situación del resto de países imposibilitó el préstamo a Islandia, por lo que la decisión gubernamental fue la de posicionarse como acreedores de los inversores islandeses y no hacerlo con el resto de inversores europeos, además de la condonación de deuda de los ciudadanos endeudados en divisas.

Actualmente, este hecho sigue su curso por vías judiciales en tribunales europeos, por lo que no se sabe con certeza cuál será el montante total que tengan que hacer frente sobre su maltrecho sistema bancario.

#### 4.4. Conclusiones

Existen muchas afirmaciones y teorías económicas acerca de las crisis y las recesiones, y el colapso financiero islandés no va a ser menos.

Con la época de auge desmesurado se consideró a Islandia una especie de paraíso fiscal dónde poder hacer grandes inversiones económicas, pero objetivamente la realidad distaba mucho de ello. A pesar de las desregulaciones financieras y privatización del sector bancario, el propio sector financiero estaba muy lejos de ser un mercado libre. Aunque los bancos podían actuar libremente, ellos operaban dentro de una estructura definida por el gobierno en base a unos incentivos, creando el ciclo de crecimiento y posterior crisis.

Mientras que en la mayoría de los países desarrollados los bancos centrales eran independientes del gobierno, no cabe duda que el BCI fuera una manifestación del gobierno islandés, ya que casi todos sus gobernadores eran designados y contaban con un pasado político. A pesar de todo, el BCI era una simple propuesta de libre mercado como el resto de bancos centrales, bajo la ilusión de una artificial reducción de tipos de interés que fuera beneficiosa para la economía nacional. Pero esta propuesta se combinó con los desequilibrios en las inversiones en función del tiempo y las divisas, lo que resultó tremadamente perjudicial para la expansión de crédito.

Conforme crecía la citada expansión crediticia, la economía se tornaba más frágil. La política monetaria expansiva del banco central estaba incitando el aumento de emisión de dinero mediante la reinversión de deuda a corto plazo. La facilidad de acceso a crédito a corto plazo para proyectos a largo plazo, preferentemente en sectores inmobiliarios y fundición de aluminio, agravó los errores cometidos. Todo ello, sumado a la gigantesca emisión de préstamos en divisas extranjeras y posterior devaluación de la corona, contribuyó al *crack* económico del país.

El propio aumento de exposición al riesgo de inversión y de divisas era enorme, tanto para las entidades bancarias como para los empresarios aunque pasó inadvertido, parecía un hecho a ignorar por todos durante la época de auge.

Esta omisión de riesgo se explicaba por dos factores principales. En primer lugar, la figura del FMI como garantía en caso de quiebra, asegurando ayuda a inversores si la economía finalmente quebrara. En segundo lugar, otro respaldo del Banco Central Islandés asegurando realizar la función de prestamista como último recurso. Estos dos resguardos determinaban un comportamiento más irracional de los inversores, que se difundió al propio BCI para tomar parte del boom económico y no tener suficiente capacidad de cumplir sus promesas. Para ayudar a las empresas en proceso de quiebra, el propio banco central se declaró insolvente en sus obligaciones de rescate del sector bancario, incumpliendo las mismas como había prometido en 2001.

Había otro tipo de opiniones que catalogaban Islandia como una víctima inocente, y que si no hubiera existido la restricción de crédito y de liquidez, el sistema bancario podría haberse mantenido intacto hasta hoy. El tiempo ha quitado la razón a esta teoría ya que la crisis islandesa era totalmente evitable si no se hubiera promovido un sobredimensionado, endeudado e incompatible sistema bancario.

Además, tuvo gran relevancia y repercusión el hecho de que Islandia quisiera unirse a la Unión Europea Monetaria (UEM) durante los años previos al colapso financiero. A pesar de que el congreso votó a favor de su incursión, los ciudadanos cada vez eran más contrarios a la unión. Ellos querían mantener su independencia económica, contando con el acuerdo de libre mercado europeo existente desde 1994, así eliminando controles fronterizos y tasas arancelarias.

Como consecuencia de las presiones de adhesión a la UE, el gobierno islandés veía esta opción como una forma de estabilizar la política monetaria del país, considerando que la corona estaba muerta y que la moneda de futuro era el euro. En el lado contrario, esta unión limitaba la independencia económica islandesa, poniendo en peligro el control interno de su gran fuente de recursos. De hecho, el acceso a la UE no supondría ningún tratamiento especial, lo cual era muy perjudicial para la industria marítima islandesa, debido a las estrictas políticas pesqueras europeas.

Para la UE, la integración de Islandia era interesante debido a sus innumerables recursos pesqueros y la posición estratégica de la isla, pero el gobierno islandés no estaba dispuesto a sacrificar sus ventajas por estar atados al euro y ceder ante las políticas económicas dictadas por Alemania y Francia. Además, el acceso a la UE sacrificaría las decisiones sobre políticas económicas como ha pasado con la crisis en los PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España), quedando a merced del Banco Central Europeo (BCE).

Así pues, al no ver demasiado positivo el acceso a la UE, el destino de Islandia estaba ya cerrado. El insostenible boom económico y posterior colapso, daba ahora la oportunidad de recuperar todos los desequilibrios creados durante la pasada década. Sólo se podía llevar a cabo mediante una sostenible recuperación y comenzar a crecer.

El gran objetivo de la recuperación estaba centrado en el desproporcionado sistema bancario, que era la cruz del camino de recuperación. Analistas comentan que si se hubiera tratado de un mercado libre y sin desregulaciones políticas, el *crack* no hubiera sido posible. Estiman que las facilidades sobre políticas monetarias en el país y en el extranjero, apoyadas en las garantías políticas, corrompieron la estructura económica vigente.

## 5. ANÁLISIS MACROECONÓMICO COMPARATIVO Y

Comparar España e Islandia en valores absolutos no sería correcto debido a su diferencia en términos macroeconómicos, de tamaño, etc. Por eso, habría que fijar una cierta paridad en la que poder situar una posible equiparación entre ambos países.

- Población (2012):
  - España: 46.196.276 habitantes.
  - Islandia: 319.575 habitantes.

Paridad poblacional: 144,55 a 1.

- PIB (2012):
  - España: 1.049.525 M €.
  - Islandia: 10.628 M €.

Paridad PIB: 98,75 a 1.

Puesto que la densidad de población es mucho menor en Islandia, debido sobre todo a su geografía y condiciones climatológicas, consideraremos el PIB como paridad comparativa. Según estos datos tomando como valor que España es sobre 100 veces superior que el país islandés.

ESPAÑA			ISLANDIA		
Datos			Datos		
Cuentas Nacionales			Cuentas Nacionales		
PIB [+]	2012	1.049.525 M.€	PIB [+]	2012	10.628 M.€
PIB Per Capita [+]	2012	22.700€	PIB Per Capita [+]	2012	33.100€
PIB Trim Per Capita [+]	IV Trim 2012	5.700 €	PIB Trim. [+]	IV Trim 2012	2.640 M.€
PIB Trim. [+]	IV Trim 2012	260.958 M.€	Deuda [+]	2012	10.518 M.€
Deuda [+]	2012	883.873 M.€	Deuda (%PIB) [+]	2012	99,08%
Deuda (%PIB) [+]	2012	84,20%	Deuda Per Capita [+]	2010	27.777 €
Deuda Per Capita [+]	2010	13.908 €	Déficit [+]	2011	-443 M.€
Déficit [+]	2012	-111.641 M.€	Déficit (%PIB) [+]	2011	-4,40%
Déficit (%PIB) [+]	2012	-10,60%			

Tabla 1: Análisis global macroeconómico España-Islandia.

Como se observa en la tabla 1, ambos países están intentando salir de una época de recesión, dónde Islandia está más endeudada y España tiene un mayor problema a corregir en el déficit público. Debido al mayor tamaño del país español, su PIB en valores absolutos es mayor, pero no es así en el caso del PIB per cápita, ya que el de los islandeses es de 33.100 €, superior a los 22.700 € de los españoles.

Para analizar el bienestar económico, será necesario un análisis exhaustivo e individualizado de cada índice, comparándolo con su evolución histórica. Así, vamos a tomar los datos y estudiar los índices en términos relativos o porcentuales, siempre sobre una base común extrapolada a cada país.

### 5.1. Producto Interior Bruto (PIB)

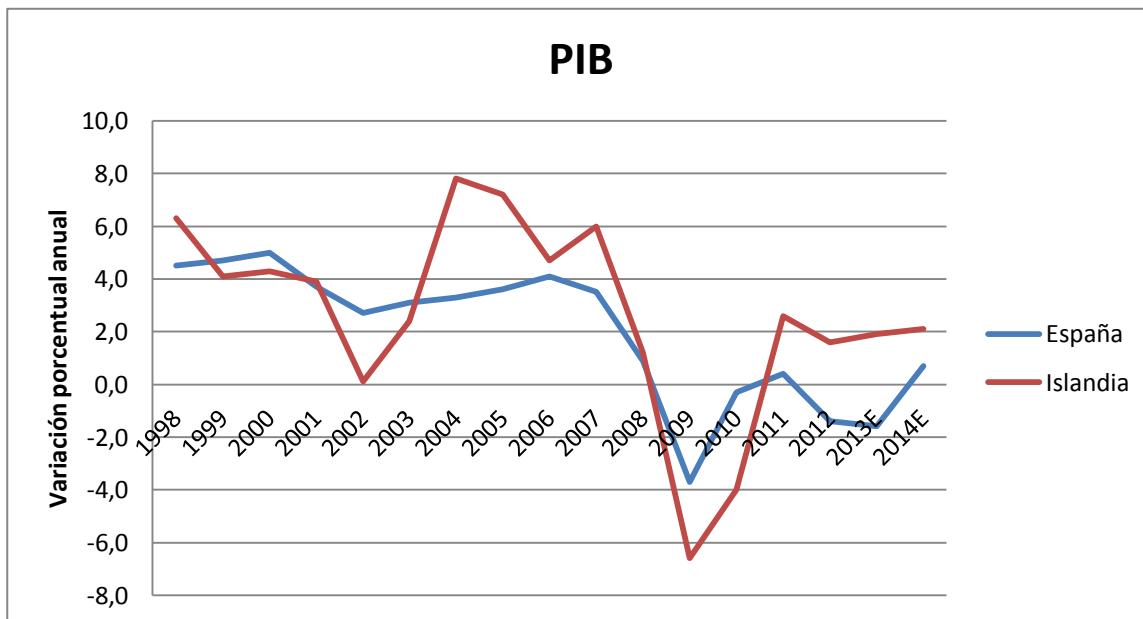


Gráfico 3. Evolución del PIB de España e Islandia (1998-2014).

Históricamente, en ambos países se ven incrementos porcentuales en el PIB hasta el año 2007-2008, justo antes de sufrirse la crisis financiera internacional.

En el caso islandés tuvo una ralentización en los años 2001-2002, debido a su inestable economía, su tamaño y la gran dependencia de las exportaciones de sus recursos, sectores pesquero y energético. Ya en 2003 se solventaron los pequeños problemas existentes con sus recursos y a través de su demanda interna, se obtuvieron grandes crecimientos, mayores que en el país español.

Durante el colapso económico, la crisis fue más pronunciada en Islandia, con un gran decrecimiento en 2009 y 2010, pero se recuperó notablemente al año siguiente, que continúa en la actualidad y se estima que persista en los dos próximos años.

En cambio, en España la crisis fue menos violenta en un primer momento, pero ese decrecimiento todavía continúa en la actualidad y se estima que dure un año más por lo menos, con un posible incremento de la productividad en 2014.

Hay otro dato a tener en cuenta, la calidad de vida del país escandinavo, dónde existe un PIB per cápita de los más altos del mundo (sobre el número 20, dependiendo de la fuente), mientras que España se encuentra alrededor del número 30.

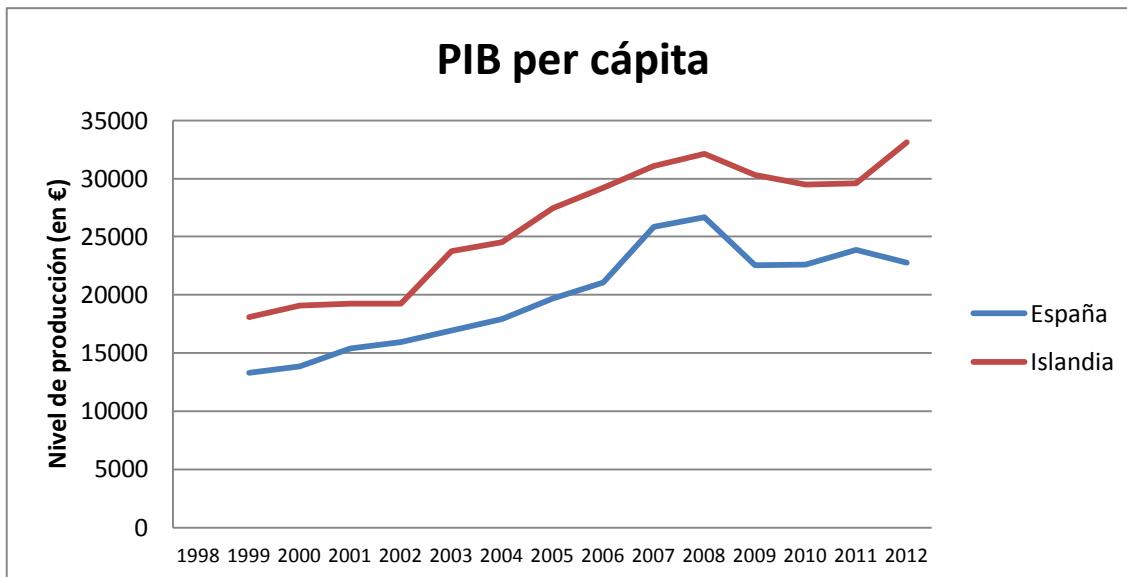


Gráfico 4. Evolución del PIB per cápita España e Islandia (1998-2012).

En el gráfico se puede ver que el poder adquisitivo de los ciudadanos islandeses siempre ha estado por encima del de los españoles.

Durante la época de auge en la década de los 2000, ambos países tienen un comportamiento alcista hasta el año de la crisis, en 2008. Posteriormente, sufren un decrecimiento de sus posibilidades económicas, dónde ambos salen con distintas trayectorias.

En Islandia hay dos años de descenso, un año de estancamiento y una tendencia creciente en 2012. En cambio, en el estado español la producción individual va en descenso, lastrada por la enorme tasa de desempleo y las mermadas condiciones laborales.

## 5.2. Deuda Total

Al analizar la deuda contraída por ambos países, hay que diferenciar dos grandes apartados, deuda pública exigida al gobierno y estamentos públicos, y la deuda privada a las empresas.

En cuanto a la deuda pública, he realizado una comparativa en relación al PIB de cada país que podemos ver a continuación:

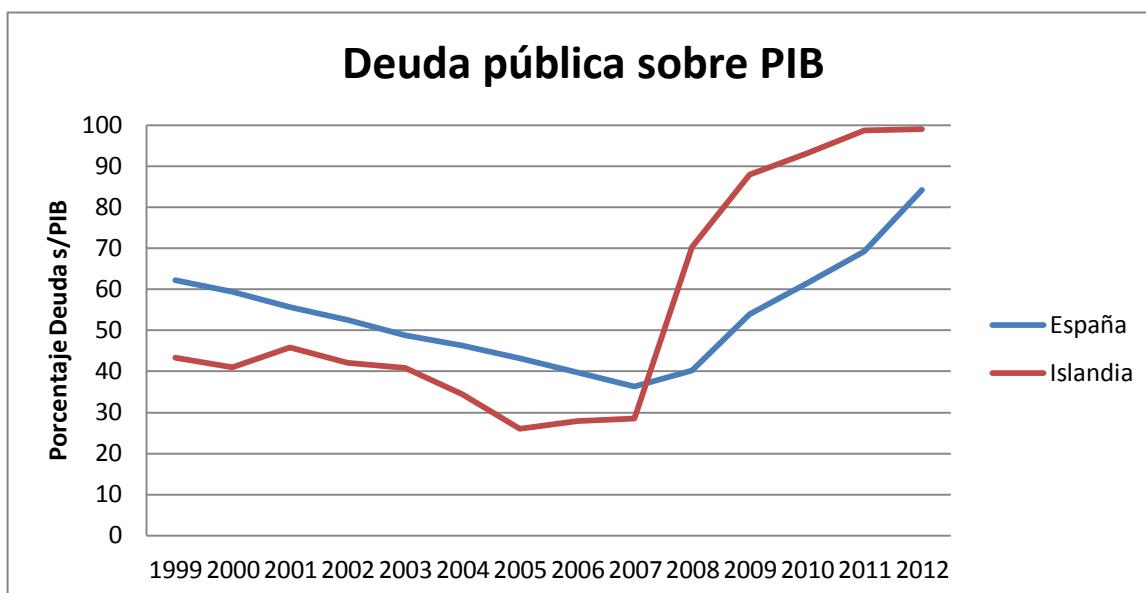


Gráfico 5. Evolución de la Deuda pública sobre PIB en España e Islandia (1999-2012).

En el gráfico podemos ver dos trayectorias bien diferenciadas. Durante la época de crecimiento en la década de los 2000, el propio auge iba suponiendo una reducción de deuda en ambos países, siendo menor en Islandia.

En cambio, a raíz del *crash* de 2007-2008 han tenido comportamiento parecidos pero con distintos matices. La recuperación del país islandés se ha basado en una rápida emisión de deuda pública y aceptación de parte de la privada, creciendo anualmente y llegando casi al 100% del PIB en la actualidad.

Por otra parte, España forzado a continuar con la política europea, ha ido aumentando su ratio de deuda pública con un crecimiento moderado y contrayendo parte de deuda privada hasta llegar en la actualidad al 84% del PIB.

En el análisis de deuda privada no existen datos sobre la evolución de la misma en el país islandés, por lo que vamos a analizar individualmente ambos países.

En España, comparando igualmente la deuda privada sobre la pública y el PIB, se visualiza una trayectoria ascendente durante el boom económico, pasando de algo más de un 100% a un 200% y creciendo a un promedio de 10% anual sobre el PIB. Este hecho demuestra que el crecimiento en el país se basó en el crédito, con un coste muy bajo tras la implantación del euro. En los últimos años se puede ver una contención de deuda privada, que se ve ascendente en el gráfico por el decrecimiento del PIB.

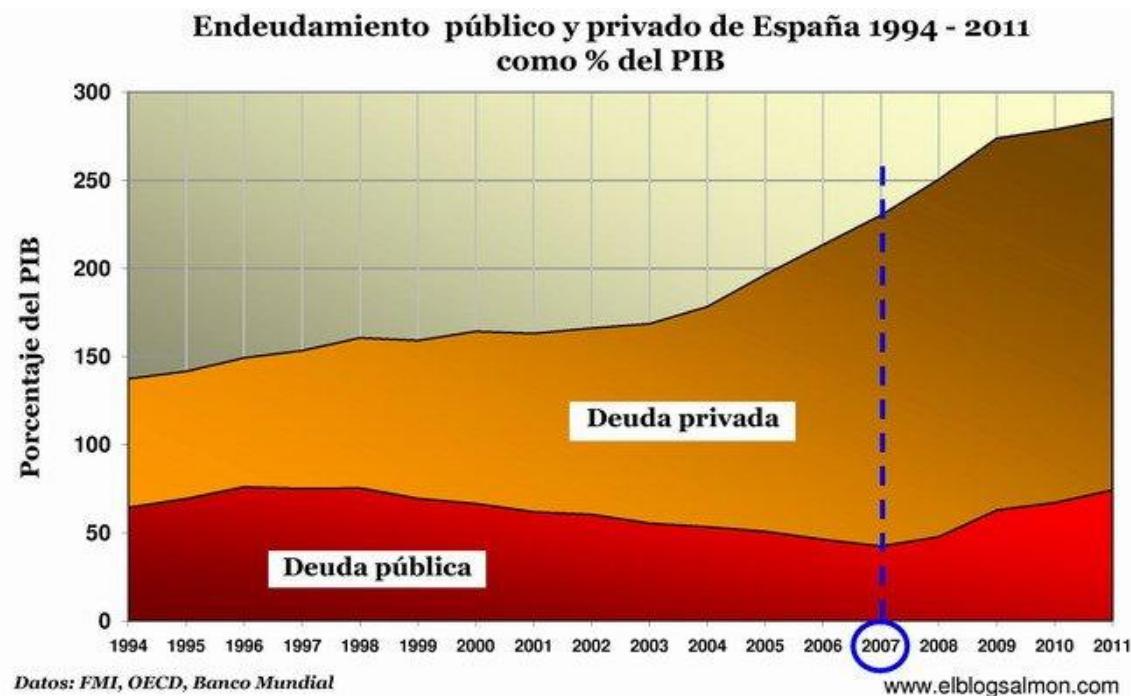


Gráfico 6. Evolución Deuda Pública y Privada sobre PIB en España (1994-2011).

En cambio, en Islandia debido a la sobredimensión y captación de capital extranjero en su sistema bancario, la deuda privada llegó a acumular un 325% del PIB, la cual ha ido disminuyendo debido a la condonación de deuda por parte del gobierno y la negativa a asumir deuda extranjera de sus entidades bancarias, hasta un 200% en 2011.

Mismo procedimiento ha tenido la deuda de las familias en el país escandinavo, que ha ido reduciendo ligeramente fruto de la condonación de deuda y legislaciones sobre hipotecas y préstamos en divisas, desde un 120% sobre el PIB en 2008 a un 110% en 2011.

En España, la deuda de las economías domésticas ha ido creciendo moderadamente en los últimos años, pero si lo comparamos con el inicio del boom económico, parece que ha doblado su importe total, pasando de un 50% sobre el PIB en el año 2000 a casi un 100% en la actualidad.

Comparando globalmente ambos países y sus tres tipos de deuda (pública, privada y de familias), se ve que Islandia tiene una mayor deuda sobre el PIB, superando el 400% y en España existe un menor importe, algo menos de 400%.

En la actualidad estamos en pleno proceso de desapalancamiento e intentando disminuir el nivel de deuda, políticas marcadas por el BCE, lo cual explica la escasez de crédito que sufren muchas empresas y familias. En cambio, la economía islandesa ha podido remontar el periodo de crisis y lograr tasas de crecimiento mediante el endeudamiento del sector público y combinado con otras herramientas económicas, aumentando la productividad de nuevo su industria tradicional y recuperando el pleno empleo de su población.

### 5.3. Déficit público

Este índice mide la viabilidad monetaria de un país, incidiendo en los efectos de las medidas fiscales sobre la deuda neta del sector público, para analizar si el sector público de un país es sostenible en el tiempo.

El déficit presupuestario o público es una variable que está siendo cada vez más controlada por el BCE, exigiendo objetivos de recortar el mismo a un 3%, con plazo hasta 2016.

A continuación se analiza el déficit de ambos países, un dato complicado de encontrar en el caso del país escandinavo, pero en el que se puede adivinar una trayectoria clara.

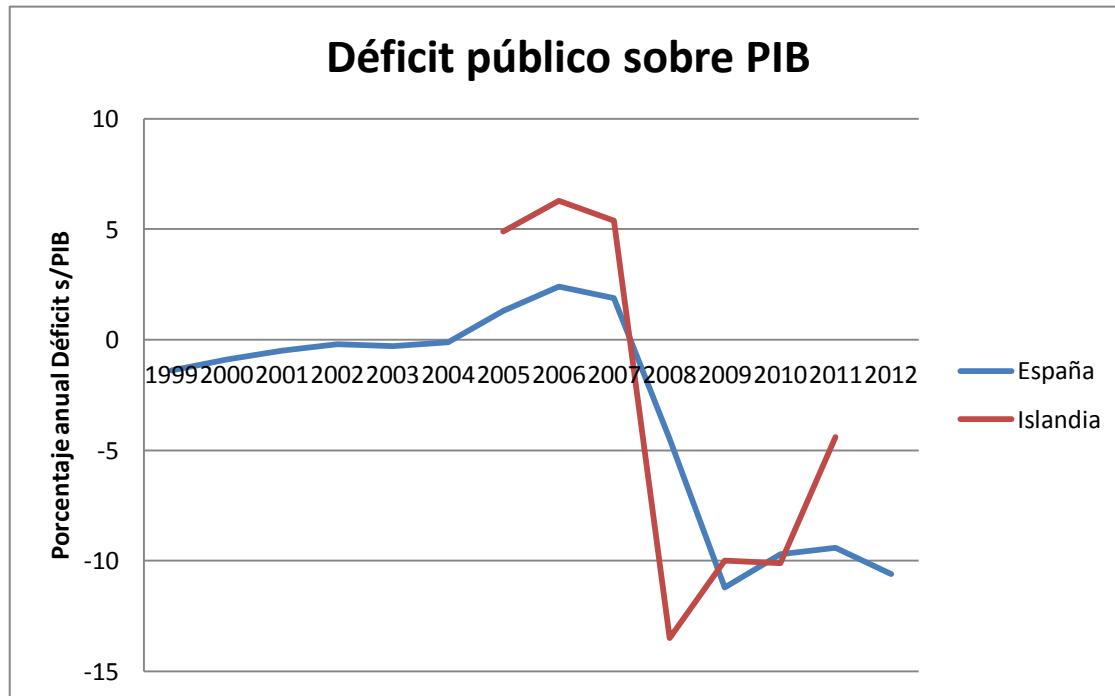


Gráfico 7. Evolución Déficit público sobre PIB en España e Islandia (1999-2012).

En primer lugar, en el caso español se vislumbra un control del déficit, compensando la existencia de este y dando lugar a superávit público desde 2004 a 2008. A partir del crack de 2008, la contracción de deuda europea debido al rescate, repercutió en un incremento desproporcionado del déficit, que mejora moderadamente en los siguientes años pero que sigue cayendo en 2012. Esto es debido a las reformas fiscales, como el aumento de impuestos, que no están cuajando en términos macroeconómicos y sobre todo al gran volumen de déficit autonómico, que afecta directamente al déficit público del estado.

En el caso islandés, la trayectoria que se percibe es parecida, aunque con unas oscilaciones más bruscas. Cuando el país estaba en auge económico, había un gran crecimiento y superávit en las cuentas públicas, pero a raíz del boom su irregular economía tuvo una importante repercusión en las cuentas públicas, debido a su pérdida de competitividad y admisión de millonarias pérdidas en sus principales sectores económicos. En el último dato obtenido (2011), se ve una progresiva recuperación de las cuentas públicas que según su trayectoria continuaran mejorando con el paso del tiempo.

#### 5.4. Balanza comercial exterior

La balanza comercial conlleva la diferencia entre exportaciones e importaciones de un país. Es uno de los puntos clave de mejora de las empresas españolas, que como consecuencia del descenso de la demanda interna, están desarrollando nuevas estrategias de internacionalización y comercio exterior que buscan el atractivo de nuevos mercados.

En este caso, debido a que los datos se encuentran en valores absolutos y la única forma de analizarlos sería mediante la paridad fijada en un principio, se analizarán individualmente para observar su trayectoria.

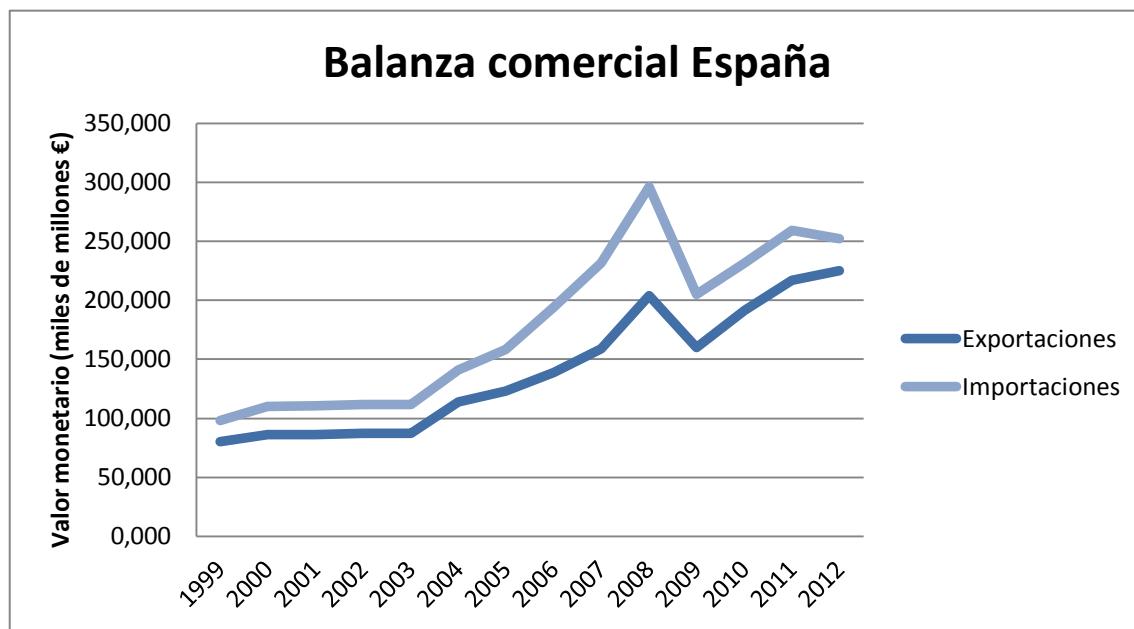


Gráfico 8. Evolución Balanza comercial en España (1999-2012).

En el gráfico se ve que España históricamente siempre ha sido un país deficitario en su balanza comercial, debido a la falta de competitividad internacional de las empresas internas, escasez de recursos propios y necesidad de importación de productos básicos. Esa diferencia aumentó con la globalización empresarial pero en la actualidad esa brecha comercial tiende a acortarse en el corto plazo y eliminarse a largo plazo. El colapso del mercado interno y la necesidad de salir a los mercados internacionales por parte de las empresas españolas están colaborando a esta situación.

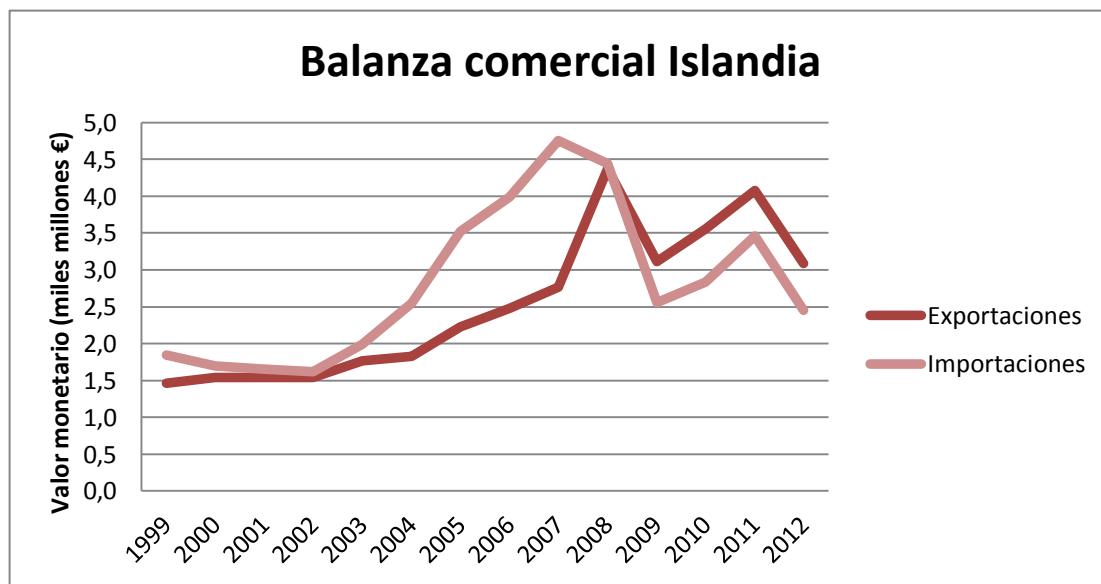


Gráfico 9. Evolución Balanza comercial en Islandia (1999-2012).

En el caso del país islandés, la trayectoria de la balanza comercial se ha comportado de manera diferente.

Su gran dependencia de los sectores pesqueros y energéticos, en los cuales son uno de los mayores exportadores del mundo, hizo que durante el boom del 2000 sus esfuerzos y recursos se centraran en el sector bancario, repercutiendo en un menor crecimiento de las exportaciones.

Además, debido al aumento de la calidad de vida y el consumo interno, creció en gran medida la demanda de productos de lujo y otras actividades de alto nivel, permitiendo una calidad de vida que se situaba por encima de sus posibilidades, financiada en su totalidad por deuda. Así, la balanza comercial se tornó deficitaria debido a la mayor cantidad de importaciones que exportaciones.

A partir del colapso económico de 2008, la estructura de la balanza comercial cambió radicalmente, recuperando las aportaciones positivas a la misma debido a la concentración de recursos en sus actividades tradicionales. En la actualidad, ha habido un enfriamiento y un descenso del comercio exterior debido a la crisis que atraviesan muchos países.

## 5.5. Tasa de Inflación o Índice de Precios al Consumidor (IPC)

La tasa de inflación es un indicador claro del estado de bienestar de un país, siendo normalmente alto cuando un país está en crecimiento y más moderado cuando está en recesión, en torno a 0%. Hay casos en los que los países tienen tasa de deflación, significando claro de descenso de precios y decrecimiento económico del país.

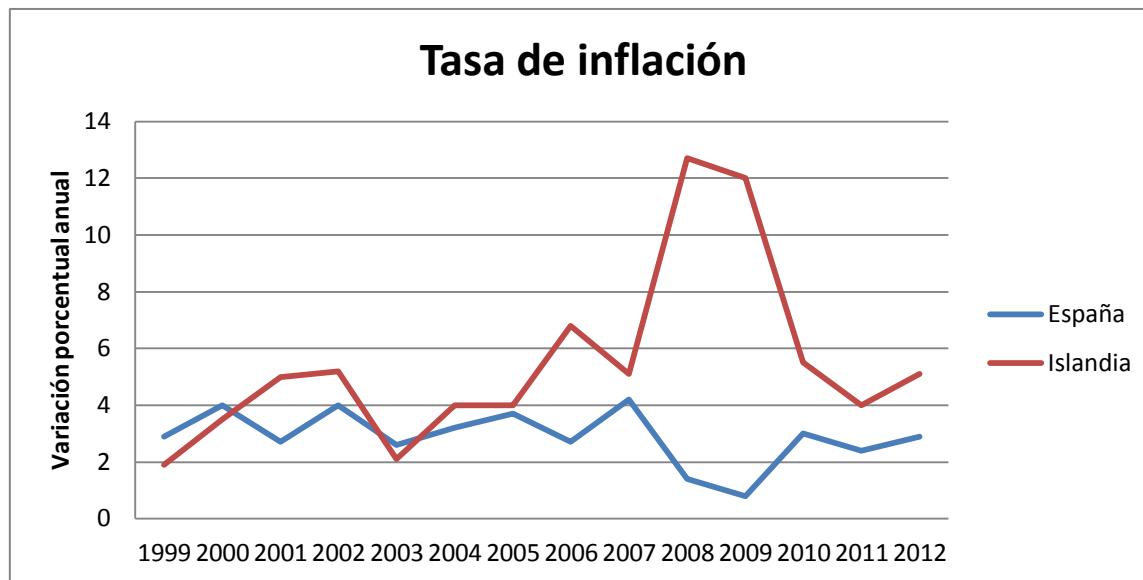


Gráfico 10. Evolución Tasa de inflación en España e Islandia (1999-2012).

Para el BCE, su principal mandato es mantener los precios a un nivel óptimo para la zona euro, que se estima sobre el 2% anual. En la actualidad, parece que se están manteniendo a ese tipo dictado por el organismo, aunque en los primeros años de la crisis fue imposible lograrlo, situándose en torno al 1%. Durante la época del boom de los años 2000 se visualiza una tasa de inflación alrededor del 3 y 4%, síntoma de una época de bonanza económica.

En cambio, en Islandia históricamente siempre ha existido una tasa de inflación alta y se advierte que durante los años de crecimiento fue casi siempre por encima de la española. La gran diferencia viene tras el colapso financiero y es cuando la tasa de inflación aumenta hasta más de un 10%; esto es debido a la enorme devaluación que sufrió la moneda local (corona islandesa), que repercutió directamente en un encarecimiento de los bienes y servicios. Posteriormente, su mejora económica ha ido moderando el valor de la corona y consecuentemente el índice de precios al consumidor.

## 5.6. Tasa de desempleo

La tasa de desempleo o de paro es un índice que deja entrever claramente el estado económico de un país, mediante su trayectoria y sus estimaciones.

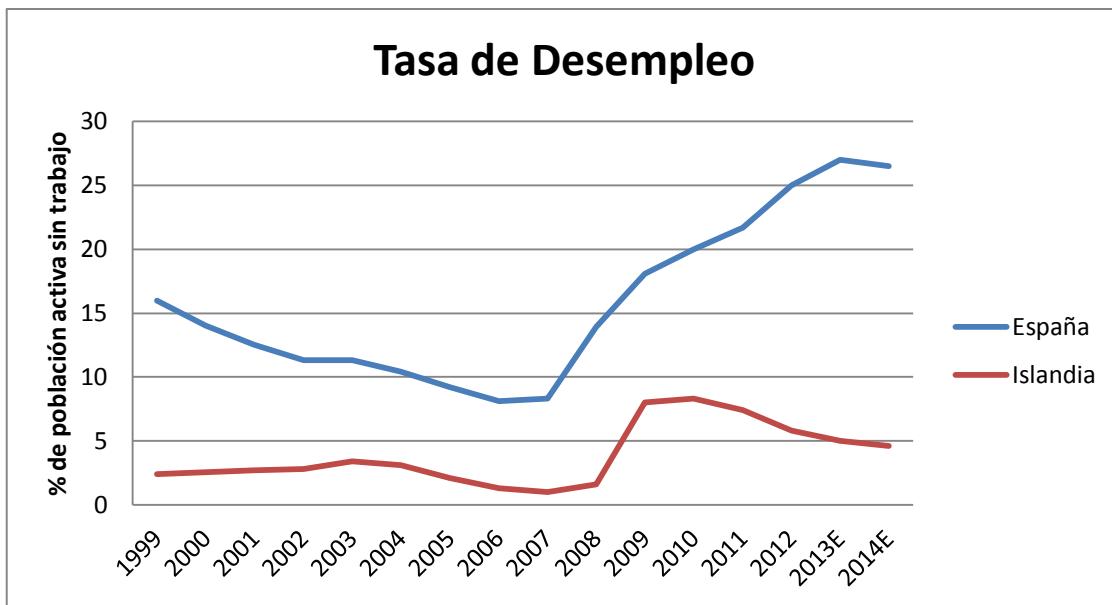


Gráfico 11. Evolución Tasa de Desempleo en España e Islandia (1999-2014).

En el caso español, es uno de los factores más problemáticos de la economía del país. Históricamente la tasa de desempleo siempre ha sido moderadamente alta pero durante el periodo analizado de la misma se ven dos tendencias claras. En la época de crecimiento, hubo un descenso claro de la tasa hasta 2007 y a raíz de la crisis, hay una tendencia alcista clara, que ha desencadenado en unos datos de desempleo en máximos históricos. Según las estimaciones para los dos próximos años, todavía no se ha llegado al tope máximo, pero ya en 2014 puede que finalmente comience a descender la misma.

En Islandia, por otro lado, tuvo igualmente una repercusión negativa el estallido de la crisis pero no tan bruscamente. Las condiciones laborales explicadas en la parte específica del trabajo sobre Islandia, en el que se desarrolla que culturalmente la mayoría de islandeses tienen dos trabajos explica este hecho. En la actualidad, se deja entrever la fortaleza económica del país, con un descenso claro de la tasa de desempleo real y estimada.

## 5.7. Tipo de cambio (Euro y Corona Islandesa)

Otro factor importante que explica la rápida recuperación del país islandés es su moneda local, la corona islandesa. Aquí podemos ver un análisis histórico de cotización sobre el euro:

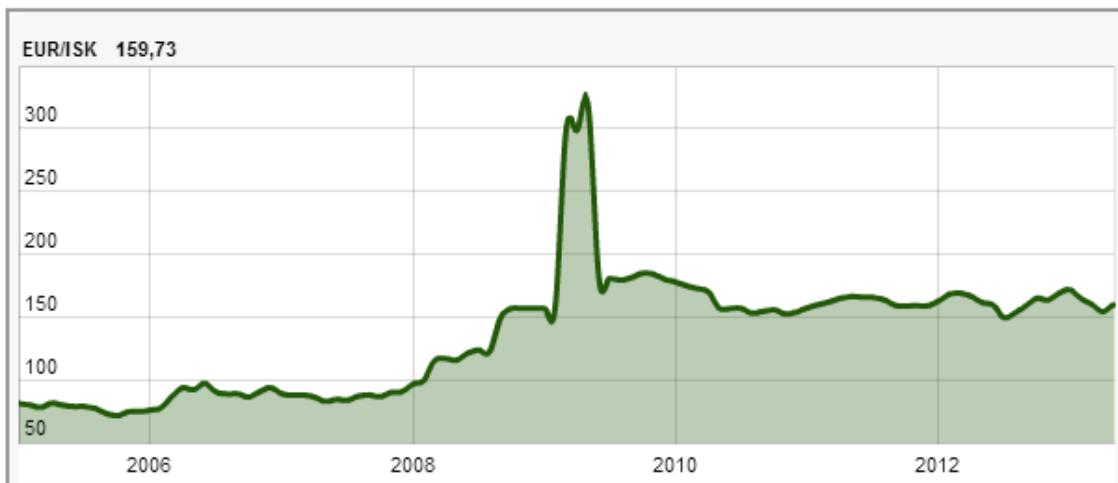


Gráfico 12. Evolución Tipo de cambio Euro y Corona Islandesa (2005-2013).

La corona islandesa es una moneda débil que no tiene gran incidencia a nivel mundial, solamente en comercio exterior. Por ello, tiene una gran dependencia sobre las cotizaciones en el tiempo de cambio sobre los patrones monetarios, del euro y el dólar estadounidense.

Durante la época de auge económico vemos que el tipo de cambio era menor que en la actualidad, no llegando a rebasar nunca el tipo de 100 coronas por euro. A raíz del colapso económico inmobiliario, la corona comenzó a perder valor hasta que se depreció en 2009. Esa devaluación, que llegó a perder su valor un 200% sobre el valor medio anterior, fue fruto de una decisión gubernamental, buscando mejorar la competitividad de las empresas locales con unos precios menores y aumentando consecuentemente las exportaciones.

Esta decisión, imposible de haberse tomado si el país hubiera ingresado en la UE, fue la clave para mejorar la salud económica del país y partir de ahí aumentar moderadamente el valor de la moneda local, posicionándose en un tipo de cambio que ronda las 160 coronas por euro y que persiste en la actualidad.

## 6. CONCLUSIONES

Durante el desarrollo de todo el trabajo, se ha estudiado la repercusión de la crisis financiera mundial en dos singulares países como son España e Islandia.

Las particularidades de ambos diferencian el grado de incidencia de la crisis, tanto a nivel económico como en tiempo de la misma. Para restablecer la situación previa ambos países han tomado diferentes vías de recuperación, bien por obligación (pertenencia a una unión económica común) como en el caso de España o por el uso de herramientas financieras propias como ha sido en el caso de Islandia.

En el análisis comparativo de ambos países, se pueden ver las trayectorias históricas de los principales índices macroeconómicos, así como las tendencias y las estimaciones de los próximos años, y de ellos se pueden extraer como conclusiones más relevantes las siguientes:

**Islandia** es un país que ha revertido su maltrecha situación económica y tanto sus datos actuales como los estimados en los próximos años son positivos. Su enorme fuente de recursos naturales, le permitió retomar con ligera facilidad su estructura económica previa a la crisis y mejorar los índices macroeconómicos.

Así lo indica el PIB estimado en los próximos dos años, que tiene una tendencia creciente. El resto de índices macroeconómicos apoyan la tendencia alcista, con un mayor control del gasto (decreciente déficit público) y descenso de la tasa de inflación.

En el aspecto microeconómico, aunque la crisis no tuvo tanta incidencia en la tasa de desempleo como en España, está descendiendo para recuperar sus valores pre crisis y se estima que seguirá esta tendencia en los próximos dos años. Además, la estabilización de la moneda local sobre el euro les permite tomar control sobre el gasto de las economías domésticas, aportando cautela y raciocinio en el consumo de bienes y servicios. El PIB per cápita indica el estado de bienestar que permanece en sus ciudadanos, siendo uno de los países con la mayor del mundo.

La recuperación de su sistema bancario y la vuelta a su antigua estructura económica, basada en su riqueza de recursos naturales, le auguran un futuro productivo y eficiente. La explotación de su economía tradicional le ha llevado a recuperar el superávit de su balanza comercial, convirtiéndose de nuevo en un país exportador, principalmente de productos marítimos y energéticos.

Además, su independencia económica le ha permitido tomar decisiones que no podría haber tomado perteneciendo a la UE, y a través del aumento de deuda y del mayor control de instrumentos financieros lo que le ha proporcionado una mejora de salud económica. También es importante aclarar que el país no rescató a su sistema bancario debido a la insuficiencia financiera, al contrario que muchas personas piensan.

La dificultad de encontrar ayudas económicas para rescatar el sistema bancario nacional, hizo tomar la decisión de cubrir el dinero sólo de los inversores locales y no hacer lo mismo con los acreedores internacionales. Esta acción está siguiendo vías judiciales, y todavía no se conoce con certeza a cuánto ascenderá el coste del colapso de su sistema bancario.

**España**, según indican los índices macroeconómicos, todavía continúa sin una tendencia clara, si bien se vislumbra en los próximos años la finalización del actual periodo de estancamiento-recesión y el inicio de una lenta recuperación. El principal índice, el PIB, parece que finalmente volverá a marcar una tasa de crecimiento positiva en 2014, o en el último trimestre de 2013.

Aunque las decisiones políticas y económicas vienen exigidas por el BCE y la UE, se están sentando las bases para mejorar el maltrecho sistema financiero y así evitar que vuelva a suceder una crisis de semejante tamaño. A través de las políticas económicas marcadas por la UE, se está obteniendo un mayor control sobre la deuda pública, el déficit público y la tasa de inflación, aunque será a largo plazo cuando se puedan recuperar los valores anteriores a la crisis.

Sobre las decisiones que toma el país aparte de las impuestas por el BCE, está cobrando mucha importancia la mejora de la balanza comercial española. El aumento de la competitividad internacional y la saturación del mercado interno están obligando a las empresas españolas a mirar más allá de sus fronteras, permitiendo obtener un superávit mensual en comercio exterior tras 42 años.

Por otro lado, en el aspecto microeconómico, uno de los puntos débiles de la economía española, es un largo recorrido de reformas y ajustes para recuperar una productividad de pleno empleo, estando en la actualidad la tasa de empleo en máximos históricos. La mejora del índice repercutiría en el estado de bienestar de la sociedad española, que aparece en una tendencia casi plana del PIB per cápita.

Finalmente, en las conclusiones generales de ambos países sólo queda suponer hipótesis sobre si el rumbo de los países hubiera sido distinto.

Habría que ver qué hubiera pasado si Islandia hubiera obtenido mayores préstamos y se hubiera rescatado su sistema bancario, o si hubiera sido integrado en la UE. Y en España, en que hubiera influido la independencia económica para poder utilizar otras políticas monetarias (devaluación moneda) y así poder evitar la dureza de la crisis.

Para estudiar esto, como ocurre con los análisis económicos, habría que realizar estimaciones sobre el posible futuro y dejar pasar el tiempo para explicar por qué no ha ocurrido lo previsto.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- “Deep Freeze, Iceland’s Economic Collapse” (Philipp Bagus, David Howden, 2011).
- “Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM” (Banco de España, 2012).
- “BBVA Research” (Servicio de estudios del Grupo BBVA, 2008, 2009, 2010, 2011).
- “Informe Anual 2008, 2009 y 2010” (Banco de España, 2009, 2010, 2011).
- “La financiación del auge de la economía española” (José Luis Malo de Molina, 2006).
- “La complejidad de la salida de la crisis en España” (José Luis Malo de Molina, 2010).
- “El papel y los límites de las políticas económicas: fiscal, monetaria y macroprudencial (José Luis Malo de Molina, 2011).
- “La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única” (José Luis Malo de Molina, 2011).
- “La crisis de la deuda soberana y la recaída de la economía española” (José Luis Malo de Molina, 2012).
- “El proceso de ajuste económico después de las crisis financieras: una perspectiva histórica” (Galo Nuño, 2011).
- “Iceland Gets Help to Recover from Historic Crisis” (Camilla Andersen, 2008).
- “IMF Welcomes Flotation of Iceland’s Króna” (Eduardo Aninat, 2001).
- “Asset Prices-An Austrian Perspective” (Philipp Bagus, 2007).
- “Iceland’s Banking Crisis: The Meltdown of an Interventionist Financial System” (Philipp Bagus, David Howden, 2009).
- “The Stunning Collapse of Iceland” (Kerry Capell, 2008).
- “Iceland: Financial System Stability Assessment – Update” (Jaime Caruana, Ajai Chopra, 2008).
- “New Act on the Central Bank of Iceland” (Central Bank of Iceland, 2001).
- “The Icelandic Banking Crisis and What to Do About It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas” (Willem H. Buiter, Anne Sibert, 2008).
- *Real Decreto-ley 9/2009: reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.*
- *Real Decreto-ley 2/2011: reforzamiento del sistema financiero.*
- *Real Decreto-ley 2/2012: saneamiento del sector financiero.*
- *Real Decreto-ley 18/2012: saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.*
- *Real Decreto-ley 24/2012: reestructuración y resolución de entidades de crédito.*
- Expansión.com
- Cinco Días.
- El País.
- Datos Macro.
- Index Mundi.
- Forex Ticket.
- El Blog Salmón.
- Wikipedia.