

BIBLIOTECA  
DE LA LIBERTAD  
FORMATO MENOR



# BAJO CERO



PHILIPP BAGUS  
DAVID HOWDEN

# BAJO CERO

## EL COLAPSO FINANCIERO DE ISLANDIA

Traducido por:

Adrián Rodríguez, Andrés Ruiz, Yago Mateos,  
Daniel Fernández, Santiago Fuertes y Àlvar Valls.



*Unión Editorial*  
2025

© 2024 Philipp Bagus y David Howden  
© 2025 UNIÓN EDITORIAL, S.A.  
c/ Hilarión Eslava, 21 • local • 28015 Madrid  
Tel.: 913 500 228  
Correo: editorial@unioneditorial.net  
www.unioneditorial.es

ISBN: 978-84-7209-942-5  
Depósito legal: M-4.921-2025

Compuesto e impreso por EL BUEY LIBERAL, S.L.

*Printed in Spain* • Impreso en España

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por las leyes que establecen penas de prisión y multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios para quienes reprodujeran total o parcialmente el contenido de este libro por cualquier procedimiento electrónico o mecánico, incluso fotocopia, grabación magnética, óptica o informática, o cualquier sistema de almacenamiento o sistema de recuperación, sin permiso escrito de Union Editorial, S.A.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

# ÍNDICE

Índice de tablas.....	9
Índice de ilustraciones.....	11
Prólogo.....	13
Introducción.....	17
II. Descalce de Plazos .....	23
III. El FMI, Riesgo Moral, y la Tentación de los Fondos Exteriores .....	45
IV. Descalce Monetario .....	51
V. Las Consecuencias del Boom: Malas inversiones .....	67
VI. El Desencadenamiento del Colapso.....	95
VII. Por qué la Fed Pudo Salvar a sus Bancos, pero no el BCI.....	123
VIII. La Reestructuración Necesaria.....	135
IX. Observaciones finales.....	145
Bibliografía.....	159
Índice de nombres.....	169



# ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1:</b> Deuda de empresas (porcentaje del PIB).....	21
Fuente: Caruanna y Chopra (2008)	
<b>Tabla 2:</b> Crecimiento de la base monetaria islandesa (porcentaje).....	38
<b>Tabla 3:</b> Tipo de interés oficial del BCI, inflación y tipo de interés reales (2000-2008) .....	62
<b>Tabla 4:</b> Brechas de financiación en denominación doméstica y extranjera (millones de coronas, porcentaje interanual) .....	63
<b>Tabla 5:</b> Brechas de financiación de los tres grandes bancos (millones de coronas islandesas).....	106



# ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

<b>Ilustración 1:</b> Tipo de interés del Banco Central de Islandia (porcentajes) .....	31
<b>Ilustración 2:</b> Base monetaria de Islandia (enero 2000 - octubre 2010, millones de coronas) .....	37
<b>Ilustración 3:</b> Brecha de financiación de los tres grandes bancos (junio de 2008, en millones de coronas) .....	39
<b>Ilustración 4:</b> Brechas de los tipos de interés del BCI con el BoJ, el BCE y la Fed (en porcentaje).....	55
<b>Ilustración 5:</b> M2 de la Eurozona, del yen japonés y del dólar estadounidense (enero de 2001 = 100) .....	60
<b>Ilustración 6:</b> Activos domésticos y en denominación extranjera netos del sistema bancario (millones de coronas).....	61
<b>Ilustración 7:</b> Brecha de financiación externa: tres grandes bancos (millones de coronas).....	66
<b>Ilustración 8:</b> Precios de vivienda (2000=100) .....	81
<b>Ilustración 9:</b> Promedio anual de apreciación de la vivienda (en porcentaje) .....	82

<b>Ilustración 10:</b> Balanza comercial (millones de coronas).....	87
<b>Ilustración 11:</b> Valor de títulos pendientes (2000 = 100).....	89
<b>Ilustración 12:</b> Nuevos registros de automóviles .....	90
<b>Ilustración 13:</b> Bolsa de Valores de Islandia (OMX All Share Index, 1 de enero de 2000 – 1 de diciembre de 2010, en coronas).....	95
<b>Ilustración 14:</b> Tipo de cambio de la corona islandesa .....	98
<b>Ilustración 15:</b> OMX Iceland All-Share Index (cierre diario, 22 de septiembre - 22 de octubre de 2008, en coronas).....	115
<b>Ilustración 16:</b> Precios de la vivienda (julio de 2008 a octubre de 2010, viviendas unifamiliares en la zona capitalina = 100).....	118
<b>Ilustración 17:</b> Ratio de liquidez del Banco Central de Islandia (agosto 2007– septiembre 2009) Sistema bancario y BCI (%), BCI ('000 %).....	132
<b>Ilustración 18:</b> Brechas de financiación del Banco Central de Islandia y los tres grandes bancos combinados (millones de coronas) Brecha de financiación en denominación extranjera y brecha de financiación doméstica.....	133
<b>Ilustración 19:</b> Media de horas anuales trabajadas (trabajadores por cuenta ajena, 2000 = 100) Islandia, Reino Unido, Irlanda.....	143
<b>Ilustración 20:</b> Opinión pública sobre la adhesión de Islandia a la UE (agosto de 2005 - febrero de 2010) Sí – No – Ns/Nc.....	153

## PRÓLOGO

En el presente libro, los jóvenes profesores Bagus y Howden documentan la desafortunada historia de las erróneas políticas del gobierno islandés, causantes de un auge económico artificial, que llevó de forma inevitable a un espectacular colapso.

Poco hemos aprendido desde que Mises y Hayek nos mostraran sabiamente el camino correcto en lo que a la teoría del ciclo económico se refiere. Los autores de este libro son herederos intelectuales de estos dos gigantes de la economía del siglo XX, y presentan al lector el caso de la pequeña nación de Islandia en el contexto de la economía global, analizado, de manera magistral, desde la perspectiva de la Teoría Austriaca del Ciclo Económico.

Se trata de un libro breve, que espero motive a más autores a escribir sobre otros países más grandes (al fin y al cabo, todos estamos interconectados) y espero que lo hagan a través del conocimiento aportado por los grandes maestros de la Escuela Austriaca. A todos esos economistas que asumen que la revolución marginalista ha sido totalmente integrada en la economía mainstream, y que nada tiene que contribuir a este campo la Escuela Austriaca de Economía, les pediría que reflexionen sobre la Teoría Austriaca del Ciclo Económico y el estado demostrado de la misma, tal y como se describe en este libro en relación a Islandia, y que piensen en lo que están haciendo cuando aconsejan a los gobiernos «estimular la demanda» artificialmente.

Escribo esto como alguien muy involucrado en la economía islandesa. Como mayorista y minorista de pescado fresco en el Reino Unido, Islandia representa alrededor del diez por ciento

de mis líneas de suministro. Durante unos veinte años, he trabajado con las distintas partes de la comunidad pesquera islandesa y sus valientes pescadores que se convirtieron en banqueros. No se dejen engañar, son gente fuerte. Aunque no me gusta hacer generalizaciones sobre toda una población, se trata de los herederos de los vikingos: viven en un ambiente extremadamente duro y se recuperarán muy rápidamente si su gobierno se lo permite.

Un exitoso procesador de bacalao y langostinos me contó que, a pesar de estar en bancarrota, como la mayoría de las empresas islandesas, recordaba cómo hace tan solo 34 años solía quedarse con su abuelo en una casa construida a base de piedras y hierba, sin calefacción ni agua corriente. Según él, el actual colapso económico sería poco más que un pequeño revés.

Bagus y Howden describen cómo se incentivó a la comunidad empresarial islandesa a endeudarse en yenes japoneses y francos suizos, con sus bajos y atractivos tipos de interés. Llegado el colapso, se me pidió «rescatar» a muchas de estas empresas. El principal problema de que los bancos fueran los dueños de prácticamente la totalidad de empresas en quiebra y fuertemente apalancadas (que eran, y son, buenas empresas pesqueras, aunque endeudadas hasta el cuello), es que los mismos eran a su vez propiedad del gobierno. El gobierno, no queriendo que la vida útil de las cuotas pesqueras cayera en manos de un acreedor extranjero, no permitió, y sigue sin permitir, que estas empresas quiebren. Esta acción irresponsable por parte del gobierno garantiza que estas empresas pesqueras «zombificadas» sigan sin vida durante muchos años. La realidad es que hace falta nuevo capital, y la única manera de conseguirlo es dejar quebrar a las empresas sin vida y permitir que tenga lugar la necesaria reorganización de su gestión y su estructura de capital. ¡Nadie en un millón de años compraría empresas apalancadas más de 30 veces sobre sus beneficios previos a los impuestos!

Ver la desaparición de empresas anteriormente solventes que de repente se volvían insolventes con préstamos en francos suizos y yenes no es algo que desee a nadie. Si bien cada individuo es responsable de sus actos, al ser el Estado islandés quien estableció las condiciones para que la decisión racional fuera participar en el auge, la culpabilidad debe recaer, en última instancia, en el creador del problema: el Banco Central de Islandia.

La realidad es que mientras que toda la economía islandesa ha colapsado, el Banco Central de Islandia, creador del entorno que causó el colapso, existe a día de hoy sin sufrir modificaciones. ¿Aprenderán alguna vez? Si se tratase de una empresa privada, habría sido liquidada y todos sus activos habrían sido vendidos al mejor postor. «Acabemos con ellos» debería ser la consigna hacia estos reguladores fracasados y manipuladores. Es eso lo que deberíamos decir a los bancos centrales de todo el mundo.

Durante el colapso, recuerdo ver a los pescadores regresar al puerto tras sus salidas al mar con las bodegas llenas de valiosos peces que se deterioraban minuto a minuto, mientras el banco central no hacía nada en absoluto. Empresas como la mía no podían realizar transacciones con ellos, ya que no podíamos convertir libras esterlinas o euros en coronas islandesas (no existía ese mercado). En un momento dado, mi director financiero y yo llenamos una maleta de libras esterlinas, dólares y euros, dispuestos a subir a un avión y entregar físicamente el efectivo a cambio de pescado. Afortunadamente, encontramos a un agradable agente de viajes, incapaz de creer su suerte al encontrar a dos hombres ingleses con moneda fuerte dispuestos a adquirir sus «inútiles» coronas islandesas. Para él, los Reyes Magos habían llegado antes de lo previsto. Llegamos a un acuerdo, y utilizamos el stock de dinero (coronas) que le habían dado para facilitar la compra de pescado fresco; en estas circunstancias, era necesario alcanzar nuestros objetivos. En honor a la verdad, el banco central islandés nos advirtió (por correo electróni-

co y apenas 20 minutos antes de declararse oficialmente en bancarrota) que no les enviáramos dinero para abastecer a nuestros pescadores, ¡pues ellos mismos estaban quebrando!

Para empeorar las cosas, el nuevo gobierno islandés ha decidido, en su infinita sabiduría, que los ciudadanos de Islandia deben ser los dueños de las cuotas de pesca. ¡Durante los próximos 20 años, un 5% de dichas cuotas serán expropiadas a los actuales propietarios, de forma que nunca más puedan estar en manos de extranjeros! Lo que no entiende el gobierno de Islandia es que un banquero en Ginebra o en Tokio no quiere cuotas pesqueras, ¡lo que quiere es dinero! La realidad es que estos banqueros extranjeros venderán sus cuotas a los empresarios pesqueros islandeses, que estarán dispuestos a comprarlas con un descuento. Espero que la razón impere y que las cuotas pesqueras sean privatizadas en lugar de seguir la trayectoria actual, que dispone a la industria pesquera islandesa a zombificarse.

El caos nunca es una buena política económica. Los planificadores centrales, así como los bancos centrales, son tan incapaces de fijar el precio del dinero, como de fijar el precio diario del bacalao. No se debe interferir con el dinero de la gente. En el caso de Islandia, si se les hubiera dejado tranquilos, habrían seguido prosperando con una fuente de materia prima abundante y sostenible: el pescado. Pescan en algunos de los mejores caladeros del mundo. Además, poseen una espectacular fuente de energía geotérmica barata, que pueden utilizar para reconstruir en el largo plazo una economía próspera.

Disfruten de la lectura.

TOBY BAXENDALE

# I

## INTRODUCCIÓN

Después de la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers a finales del año 2008, en una impactante manifestación de la interconectividad de la economía global, los mercados de crédito de todo el mundo se paralizaron. Cuando pasó la tormenta, la crisis había acabado con miles de millones de dólares en inversiones y los previamente funcionales mercados de crédito se habían paralizado. La bancarrota más espectacular de la crisis financiera del 2008 fue el derrumbe del sistema financiero de Islandia. Este colapso es especialmente curioso teniendo en cuenta que Islandia no es un país subdesarrollado (se encontraba en tercer lugar en el Índice de Desarrollo Económico de las Naciones Unidas del 2009).

Durante los años previos al colapso, Islandia experimentó un auge económico. Su sistema financiero se expandió considerablemente; una nación con una población cercana a la de Bilbao, y un tamaño un poco mayor que Portugal erigió un sistema bancario cuyos activos totales eran diez veces el tamaño del PIB del país. Los precios de las viviendas y de las acciones se dispararon, y consecuentemente también la riqueza de Islandia. La economía, tradicionalmente basada en la pesca, fue alterada de forma dramática. La ingeniería financiera se convirtió en la carrera profesional preferida por los jóvenes ambiciosos, en lugar de la tradicional gestión de recursos naturales. Era tan probable que los jóvenes de las calles de Reikiavik conocieran la fórmula Black-Scholes como la captura de salmón del día. Gente de todo tipo quería trabajar en la industria bancaria. Un