

XIII REUNION DE ECONOMIA MUNDIAL

Lecciones de la crisis irlandesa para la gobernanza mundial

Lessons from the Irish crisis for the world governance

Aitor Aramburu. Dpto. Economía Financiera II (EHU/UPV). aaramburu@kutxa.es.

RESUMEN:

A principios de los años 90, el Gobierno irlandés tomó decisiones estratégicas que incidieron positivamente en su economía, siendo las exportaciones el motor de su crecimiento. A principios del siglo XXI el motor del crecimiento pasa a ser el sector inmobiliario. La entrada en el euro permitió que Irlanda experimentara una burbuja inmobiliaria. Dicho patrón de crecimiento llegó a su fin con la llegada de la crisis financiera global. Actualmente Irlanda está padeciendo las consecuencias de esa época de crecimiento insostenible, habiendo sido rescatada por la Unión Europea y con parte de su sector financiero en manos del sector público.

Palabras clave: Euro, Burbuja inmobiliaria, Crisis financiera, Rescate bancario, Déficit Fiscal.

ABSTRACT:

At the beginning of the 90's, the Irish Government made strategic decisions that had a positive impact in its economy, being the exports the driver of its growth. At the beginning of this century, the construction turned to be the main driver. Entering into the Euro stimulated the creation of a housing bubble. This growth pattern ended with the start of the global financial crisis. Currently, Ireland is suffering the effects of that unsustainable growth period, having been bailed out by the European Union and with part of the financial sector having been nationalized.

Key words: Euro, Housing bubble, Financial crisis, Bank bail out, Fiscal Deficits.

JEL classification: E52, R31, G01, G21, H62

1. INTRODUCCIÓN

A principios de los años 90, el Gobierno irlandés tomó decisiones estratégicas que atrajeron capital extranjero. Las inversiones del exterior incidieron positivamente en el crecimiento de la productividad, lo que aumentó la competitividad de la economía irlandesa, siendo las exportaciones el motor de su crecimiento. En este periodo la economía irlandesa pasará de estar en la cola a ser uno de los países punteros de Europa, en términos de PIB per cápita. A principios del siglo XXI el motor del crecimiento pasa a ser el sector inmobiliario. La entrada en el euro provocó una fuerte bajada de los tipos de interés y facilitó el acceso a la financiación del exterior, lo que posibilitó que Irlanda experimentara una burbuja inmobiliaria. Dicho patrón de crecimiento llegó a su fin con la llegada de la crisis financiera global. Actualmente Irlanda está padeciendo las consecuencias de esa época de crecimiento insostenible, habiendo sido rescatada por la Unión Europea y con parte de su sector financiero en manos del sector público. En este trabajo analizaremos los graves errores que se hicieron durante esta etapa en la gobernanza económica y financiera en Irlanda. Para finalizar, citaremos las lecciones que sacamos de la crisis financiera irlandesa para la mejora de la gobernanza mundial, dado que los errores que se hicieron en Irlanda se repitieron a nivel global.

2. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA IRLANDESA

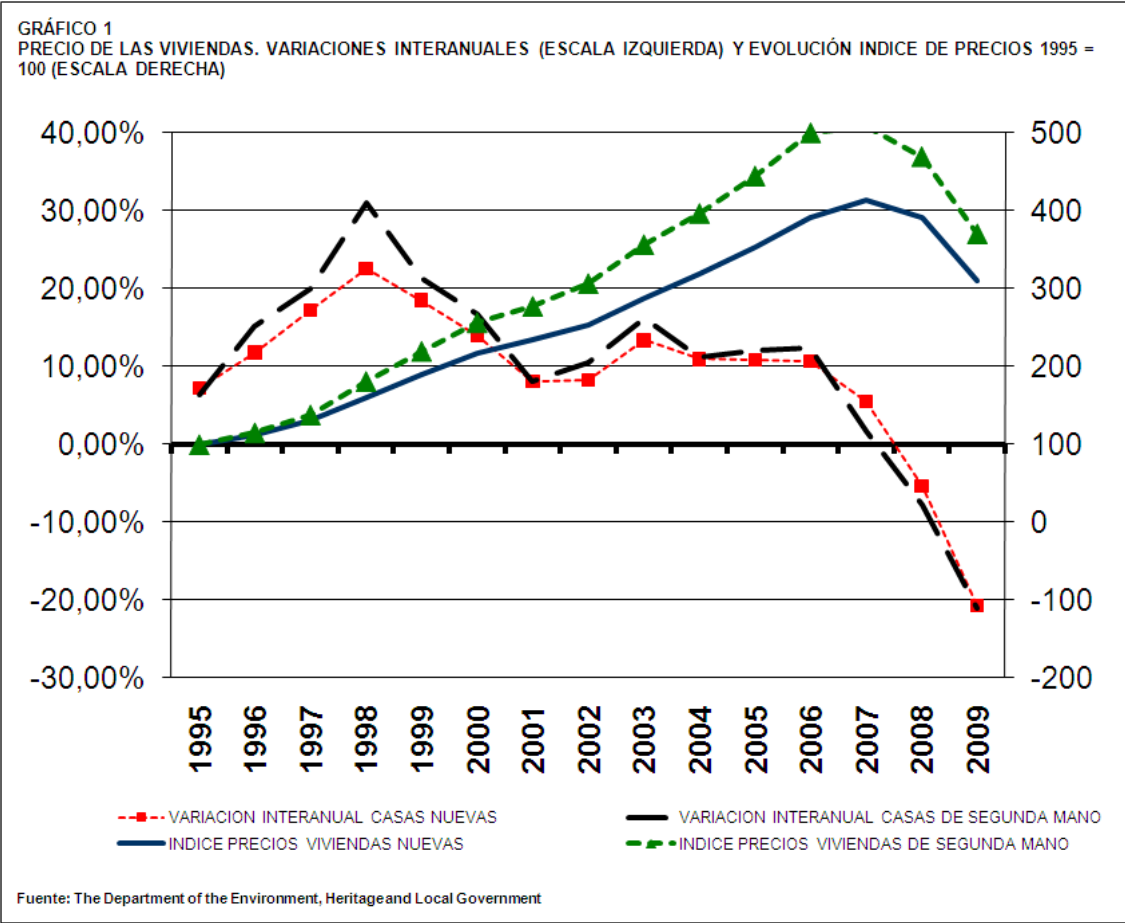
La etapa de boom en el mercado inmobiliario irlandés comenzó a mediados de los años noventa del siglo pasado y terminó durante el año 2007. Esta etapa está claramente dividida en dos fases. En la primera de ellas, que duró desde finales del año 1995 hasta el año 2001, el incremento de la demanda impulsado por factores fundamentales fue quien provocó el rápido crecimiento de los precios. Mientras que en la segunda fase, los intereses especulativos alimentados por las fuertes subidas de precios de la anterior fase, junto al excesivo crédito disponible ayudaron a inflar la burbuja inmobiliaria.

La economía irlandesa a finales del siglo XX empezó a atraer inversión extranjera debido a la bajada de impuestos y la apertura al exterior de su mercado. La inversión de dichas empresas incidió positivamente en el crecimiento de la productividad de la economía irlandesa, para, de este modo, aumentar el crecimiento económico. Ante esta situación, la tendencia migratoria se revierte e Irlanda pasa de ser un país netamente emigrante, a que los inmigrantes sean más que los que emigran al exterior. De este modo, el número de habitantes empezó a subir a un mayor ritmo. Por otro lado, el crecimiento económico incidió positivamente en la creación de empleo y en el aumento de la renta familiar. Esta combinación de hechos aumentó considerablemente la demanda de viviendas y el poder adquisitivo de los irlandeses. Así, el precio de las casas empezó a subir.

Durante la primera fase, a Irlanda se la conoció como el “Tigre Celta” (Celtic Tiger). Dicha fase duró desde mediados de los años noventa del siglo pasado hasta principios del siglo XXI y ésta fue la antesala de un episodio, igualmente, de subidas del precio de la vivienda. Pero en este caso, a diferencia de en la anterior fase, el motor de las subidas de precios fueron los intereses especulativos de todos los

participantes en el mercado inmobiliario (promotores, compradores, bancos, etc.) apoyados por una excesiva disponibilidad del crédito facilitado por el euro. Dicha etapa de boom inmobiliario se dio a la vez en numerosos países desarrollados a nivel mundial.

Durante la segunda fase, en 2006 se alcanzó el máximo nivel de ventas de viviendas (111.790). En 2004 se registró el nivel más alto de solicitud de permisos de viviendas (27.512) y en el año 2006 se alcanzó el nivel más alto de construcción residencial, el 14% del PIB. Durante el periodo comprendido entre 1995 y 2007 los precios nominales de las viviendas nuevas crecieron un 313,67 % y el precio de las viviendas de segunda mano un 408,46%, es decir, un aumento medio anual nominal del 12,5% y del 14,5% respectivamente (GRÁFICO 1). El saldo vivo del crédito concedido a las familias para comprar una vivienda se multiplicó por cinco veces desde el año 1999 al 2007, mientras que el crédito concedido al conjunto del crédito inmobiliario se multiplicó por casi 7 veces. En 1.995 se necesitaban 4 salarios anuales para comprar una vivienda, mientras que en 2006 este valor se elevó hasta los 10 salarios anuales. Durante dicho periodo el PIB en términos reales creció un 130%, es decir, a una media anual del 7,2% y se crearon más de 800.000 empleos, de los cuales 185.000 en el sector de la construcción. Este dinamismo de la economía atrajo grandes flujos migratorios, de este modo en 1996 la migración neta pasó a ser positiva y desde entonces hasta el año 2007 la migración neta total fue de 420.000 personas, cerca de un 10% de la población total. Esta fuerte entrada de inmigrantes aumentó la demanda de viviendas.



El crecimiento económico que Irlanda experimenta desde mediados de los años noventa provoca que después de largos años de tener una migración neta negativa¹, Irlanda pase a recibir más inmigrantes que los irlandeses que deciden marcharse al exterior. Las personas que entran del exterior son tanto inmigrantes como irlandeses que en su día decidieron salir al exterior debido a la débil coyuntura económica.

Por otro lado, durante estos años el número medio de miembros por familia se fue reduciendo. De este modo, el número de miembros por cada familia se redujo de 3,66 personas en 1981 a 2,4 miembros en el año 2002 (Evans y Hartwich, 2005: 44-45).

Desde el año 1990 al año 1999 el número de habitantes con edad para formar una familia pasó de 727.000 a 821.000, es decir, los habitantes que estaban en la franja de edad comprendida entre los 25 y 39 años.

Todos estos fenómenos que acabamos de comentar aumentaron significativamente la demanda de viviendas. De hecho, Duffy et al. (2001: 5-6) estiman que sólo el hecho de que el flujo migratorio desde el año 1996 pasara de ser negativo a positivo, aumentó la demanda de vivienda en cerca de 6000 unidades de media anuales en el periodo comprendido entre el año 1996 el año 2001.

Durante la mitad de dicha etapa, hacia el año 2001, cuando los factores especulativos se añaden a los factores fundamentales, se da un nuevo fenómeno en el mercado inmobiliario irlandés. Irlanda junto a España es uno de los países con el porcentaje más bajo de viviendas destinadas al mercado de alquiler, concretamente el 15% (Conefrey y Fitz Gerald, 2009: 4-5). Así, la demanda de compra de viviendas para luego dedicarlas a alquilar aumentó fuertemente entre los años 2003 y 2007. Este hecho se refleja claramente en la demanda de hipotecas con el fin de comprar una vivienda para, posteriormente, poderlo alquilar (Buy to let). De este modo, si a finales del 2003 el 17% de todas las hipotecas realizadas tenían como objetivo la compra de una vivienda con el fin de alquilarlo, esta cifra se elevó hasta el 26% para el año 2007. Igualmente, el 30% de la compra-venta que se realizó durante la primera mitad del año 2004 tuvo el mismo objetivo (Koeva y Moreno, 2004: 16-17).

El mercado “buy to let” estaba dominado por pequeños inversores, la mayoría inexpertos. Dichos inversores, atraídos por sustanciales beneficios, posiblemente desplazaron a muchos primeros compradores y contribuyeron significativamente al incremento de la demanda de viviendas y al precio de éstas.

En Irlanda mercado de vivienda de alquiler es relativamente reducido si lo comparamos con el de otros países, exactamente del 15% (Conefrey y Fitz Gerald, 2009: 4-5). Este hecho terminó incidiendo a la hora de decantarse por el alquiler o por la compra.

Por otro lado, el sistema fiscal apoya la compra de vivienda con diferentes tipos de incentivos fiscales. Al contrario que con la compra de vivienda, los pagos de la renta del alquiler han recibido muy pocos incentivos fiscales. Todo esto afecta en

¹ Desde los años ochenta el número de emigrantes fue mayor al número de inmigrantes. Esta tendencia se dio la vuelta con el inicio de la época de crecimiento.

gran medida a la hora de tomar la decisión de escoger una opción (Somerville, 2007: 109-110).

El fuerte crecimiento económico que emerge desde mediados de los años noventa aumenta el empleo, los ingresos y atrajo inmigrantes. Todo esto influye fuertemente en la demanda de viviendas, lo que desemboca en una fuerte apreciación de los precios. Este incremento de los precios provocado por razones fundamentales se da, especialmente, entre los años 1996 y 2001. Posteriormente, los factores especulativos van a tomar mayor protagonismo.

Varios años de fuertes subidas de precios, entre 1996 y 2001 los precios de la vivienda nueva subieron un 135%, a una media anual del 18,6%, influyeron en el concepto que tenían los irlandeses acerca de la vivienda. Así, los que pagaban un alquiler se plantearon la conveniencia de seguir viviendo en alquiler. Mientras que en los potenciales compradores de su primera vivienda había elementos de temor acerca de si en aquel momento no eran capaces de conseguir una vivienda en propiedad, nunca podrían llegar a ser propietarios debido al fuerte incremento de precios.

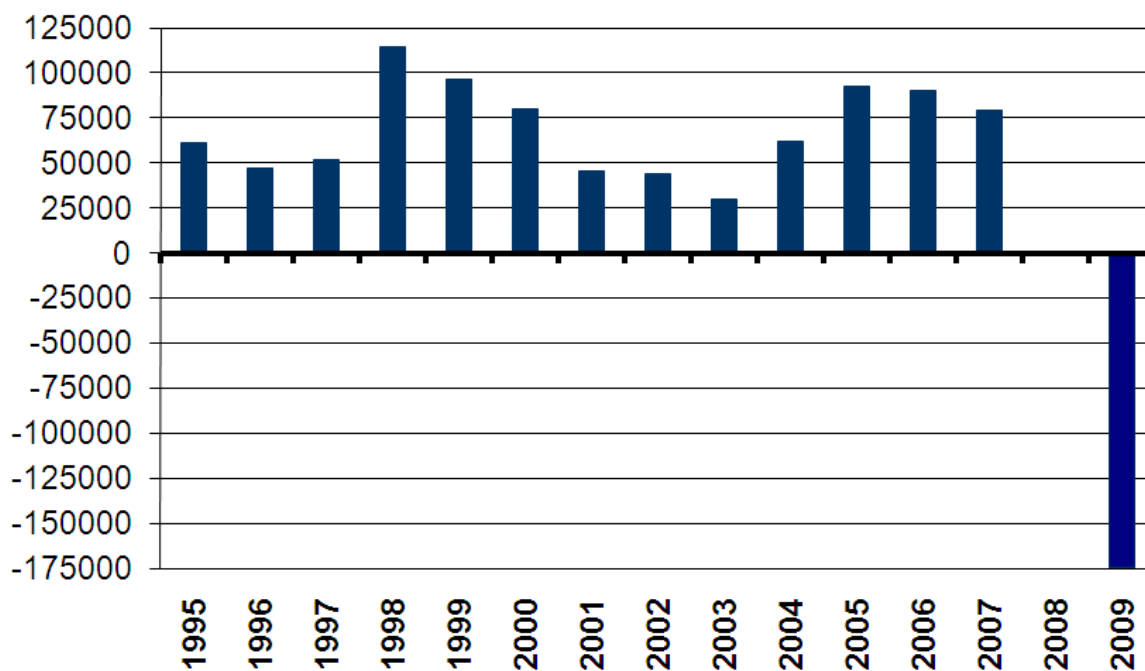
Por otro lado, la inversión en vivienda se convirtió en la principal estrategia de inversión para la mayoría de irlandeses. La inversión en bonos o en acciones perdía importancia y la gente se centraba en invertir su capital en el sector inmobiliario empujada por las expectativas de futuras subidas de precios basadas en experiencias anteriores. Un motivo que no se aplicaría en una estrategia de inversión razonable y equilibrada, sino que es síntoma de un mercado movido por una burbuja especulativa (Evans y Hartwich, 2005: 44-45).

Otro factor que ha incidido en la demanda de compra de vivienda, ha sido el fuerte crecimiento experimentado por la economía irlandesa desde mediados de los años noventa y que duró hasta el año 2007.

La época de crecimiento económico se inició por el incremento de la competitividad del sector manufacturero. La entrada de empresas multinacionales apoyó la mejora de productividad vivida. Este hecho contribuyó, en gran medida, al elevado crecimiento que la economía irlandesa tuvo durante la segunda mitad de los años noventa, donde a la economía irlandesa se la conocía como el "Tigre Celta". La subida de la productividad contuvo los costes laborales unitarios hasta el año 2001 (Cerra y Soikkeli, 2002: 3-6). Después la economía fue perdiendo competitividad y el sector de la construcción se convirtió en el motor de la economía. Estos años de bonanza económica incidieron positivamente en la renta disponible de los irlandeses.

Este entorno de crecimiento económico influyó en la reducción de la tasa de desempleo, pasando ésta del 12% a finales del año 1995 al 4,30% a finales del año 2001, el cual se mantuvo hasta el año 2007 en niveles cercanos al pleno empleo. Durante este periodo se crearon 819.900 empleos, pasando el número de empleados de 1.281.700 a finales del año 1995 a 2.101.600 empleados durante el año 2007 (GRAFICO 2).

GRÁFICO 2
CREACIÓN DE EMPLEO (ESCALA IZQUIERDA)



Fuente: LABORSTA, CSO

El tono positivo de la economía, que contribuyó a reducir el desempleo y a aumentar la riqueza e ingresos de los ciudadanos, influyó de manera notable en el aumento de la demanda de vivienda. Dado que el mayor poder adquisitivo de las familias permitía que las familias aspiraran a una mejor vivienda (Connor et al., 2010: 9).

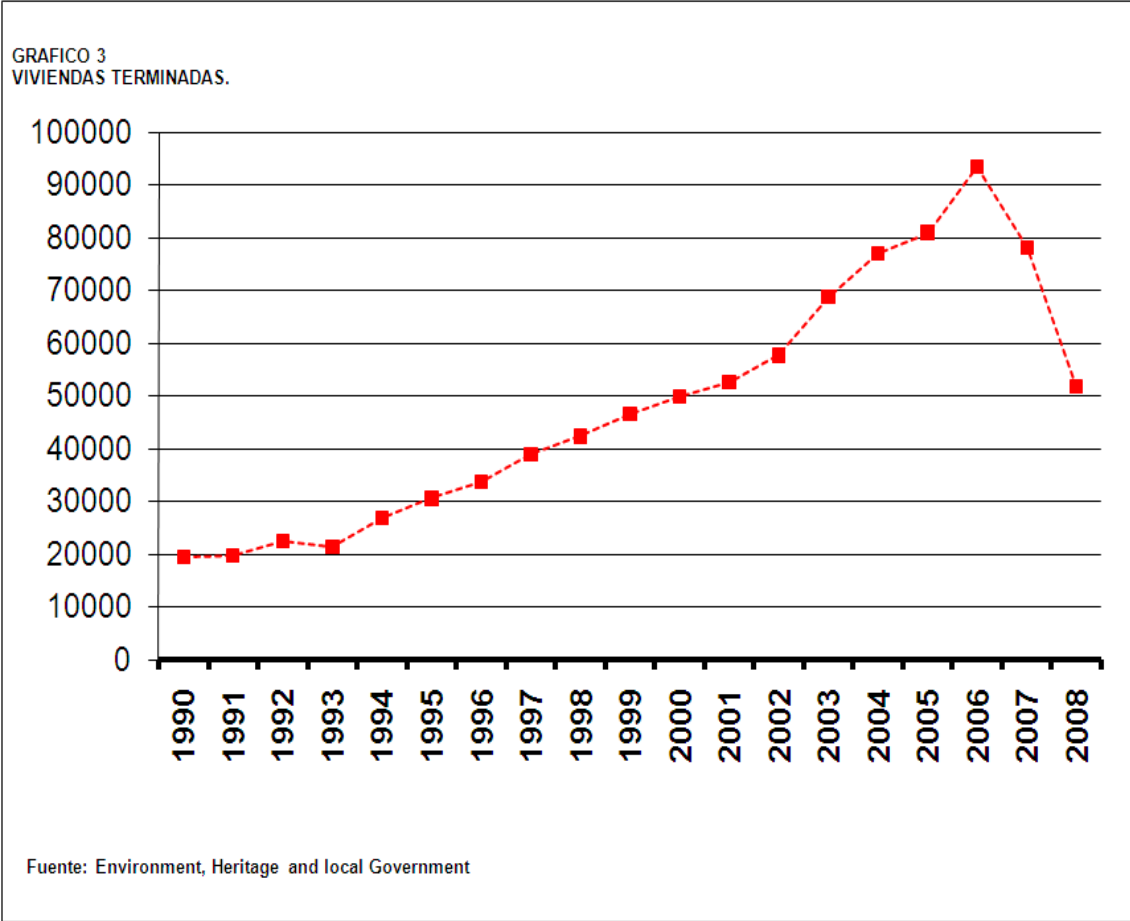
Al igual que hemos comentado en el caso de España, al comienzo de la etapa del “Tigre Celta” el stock de viviendas por habitante en Irlanda era inferior al de otros países con similares niveles de prosperidad económica. Conefrey y Fitz Gerald (2009: 4-9) opinan que el número de viviendas existente era inferior al que se podría encontrar en cualquier otro país de semejantes niveles de riqueza. Dichos autores opinan, dado que el incremento del stock de viviendas suele ser paulatino, que son necesarios muchos años de inversión en vivienda por encima de la media para alcanzar los niveles de países europeos como son Francia o Alemania. Para llegar al nivel de viviendas por adulto existente en Francia, el stock de viviendas tendría que aumentar en una octava parte.

Durante los primeros años del boom inmobiliario los incrementos de la oferta no fueron suficientes para responder a la creciente demanda, por lo que al ser la demanda considerablemente superior a la oferta de viviendas, los precios de éstas subieron fuertemente (Connor et al., 2010: 9). Esta lenta respuesta de la oferta sobre la demanda no fue debido a restricciones legales del sistema de planificación urbanístico, sino que era debido a las expectativas que los grandes promotores inmobiliarios tenían acerca de futuras subidas de precios. Por esta razón retrasaban la construcción de viviendas, pensando en que más adelante iban a venderlas a un

mayor precio. Además, al no construirse suficientes viviendas para responder a la demanda, sabían que estaban incidiendo en que los precios subieran todavía más.

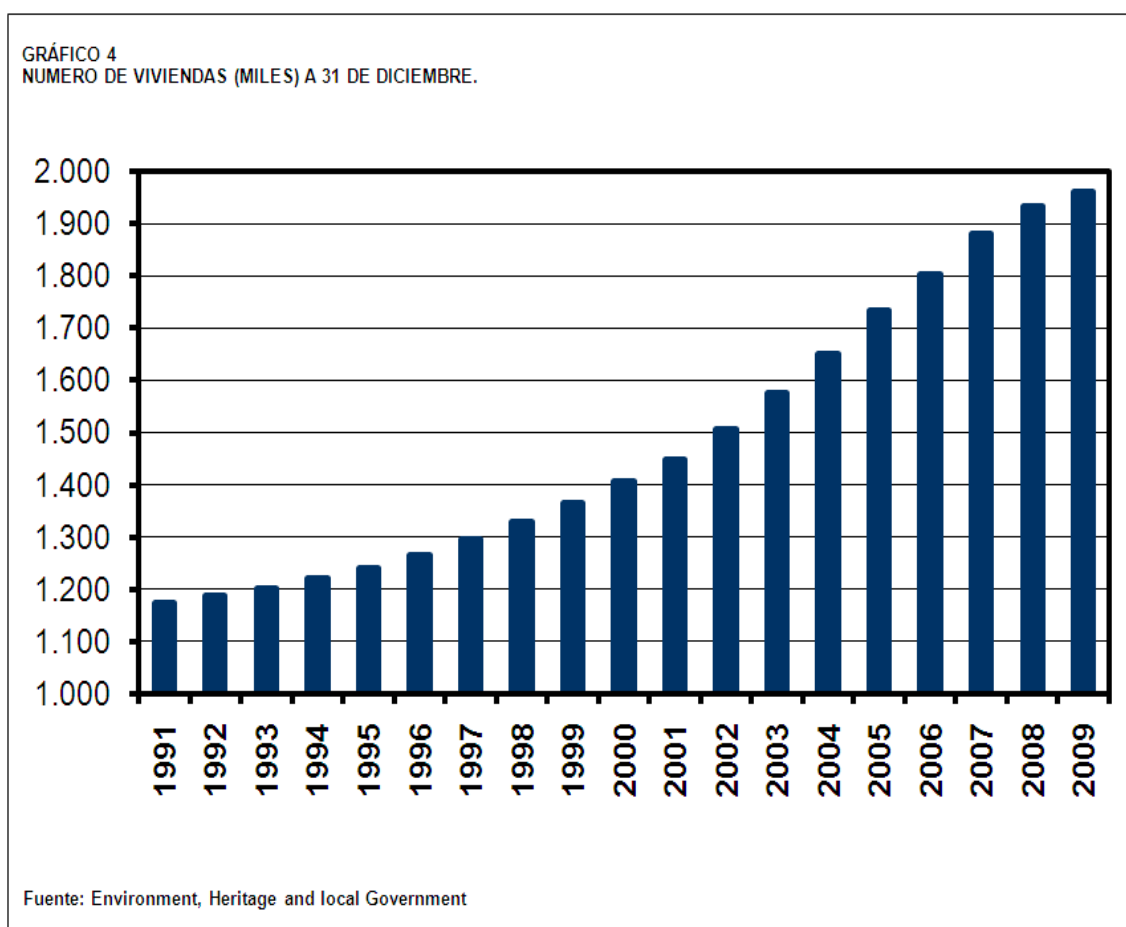
Una vez entrado en el nuevo milenio, la oferta de viviendas se incrementó considerablemente. De este modo, el número de viviendas terminadas pasó de 30.575 en 1995 a 93.419 en 2006, que fue cuando se alcanzó el máximo de viviendas terminadas (GRAFICO 3). Este fuerte incremento de la oferta provocó que el parque de viviendas pasara de 1.242.000 viviendas a finales del año 1995 a 1.882.000 viviendas en el año 2007 (GRAFICO 4).

En el fuerte aumento de la oferta de viviendas influyeron, especialmente, dos factores. Por un lado, los promotores al ver que los precios de la vivienda subieron tanto en tan pocos años, pensaron que tocó máximos y por ello, empezaron a incrementar su producción.



Por otro lado, el gobierno central se dio cuenta de los peligros que entrañaba para la economía la escasez de oferta en el mercado inmobiliario. Por ello, tomó todas las medidas que estaban a su alcance para la estimulación de nuevas viviendas. El gobierno estimuló a los ayuntamientos para que impulsaran la construcción de nuevas viviendas. Dado que los ayuntamientos al ser muy dependientes del gobierno central, no tenían estímulos para impulsar la construcción de viviendas por sí solos. A todo esto habría que añadir que los impuestos cobrados del sector inmobiliario eran importantes y que en el año 2006 alcanzaron su máximo

llegando al 20% del total de ingresos. Hecho que animaba al gobierno a no tomar medidas para enfriar al sector inmobiliario. Este hecho provocó que el número de viviendas terminadas aumentara considerablemente.



La respuesta de la oferta vino tarde para responder a esa demanda que estaba acumulada por la falta de suficiente oferta, la demanda acumulada era considerablemente superior a la nueva oferta incrementada. Este hecho provocó que los promotores empezaran a construir viviendas de forma masiva en un periodo más corto de lo habitual. Para ello, se empezaron a construir grandes cantidades de bloques de pisos² y comunidades enteras de casas casi idénticas, casi como si fueran construidas en serie. Dichas viviendas estaban lejos de donde se ofrecían servicios o a su alrededor apenas se ofrecían servicios, además de que la calidad de construcción era inferior a la de las viviendas ya existentes (Evans y Hartwich, 2005: 49-51).

Por todo ello, funcionaban como ciudades dormitorio de las ciudades de su alrededor, especialmente de Dublín. Su tamaño era considerablemente inferior a las casas que se construyeron veinte o treinta años atrás.

Esta política de construcción masiva enfocada en la cantidad y no en la calidad de la vivienda, respondió a la parte de la demanda que buscaba una vivienda barata, es decir, a los compradores de su primera vivienda. Este hecho estabilizó el precio

² En Irlanda lo habitual son las casas unifamiliares y no los bloques de pisos.

de este tipo de viviendas. Sin embargo, la demanda que buscaba una casa espaciosa con un jardín vio cómo los precios de estas casas subían rápidamente, debido a la poca oferta que había para este tipo de casas que no se podían construir de forma masiva, y la demanda cada vez era mayor.

Además de los factores fundamentales arriba mencionados que impulsaron al mercado inmobiliario, hubo varios factores relacionados con errores de gobernanza (los analizaremos en el siguiente capítulo) que posibilitaron la aparición de la burbuja inmobiliaria en Irlanda. Con la llegada de la crisis internacional, el sector inmobiliario cayó de manera alarmante. Este hecho puso al borde del precipicio a las entidades financieras que durante la época de bonanza asumieron demasiados riesgos. Ante esta crítica situación, en septiembre del año 2008 el gobierno irlandés fue el primer país europeo en garantizar la deuda total de sus bancos, 400.000 millones de euros (más de dos veces el PIB). La situación continuó empeorando y el gobierno tuvo que seguir interviniendo para poder ayudar a un sector financiero que se estaba hundiendo. Así, inyectó capital a los bancos para poderlos recapitalizar y los que no tenían suficiente con la recapitalización debido a la magnitud de sus pérdidas, los nacionalizó. Este es el caso de Anglo Irish Bank, que en enero de 2009 pasó a ser propiedad del estado. Además de la nacionalización y de la recapitalización, el Gobierno creó un fondo, NAMA³, para poder comprar a los bancos los créditos dudosos que tenían en su balance. Las ayudas del Gobierno al sector financiero debilitaron considerablemente la estabilidad fiscal del Gobierno irlandés. Hasta el punto que Irlanda tuvo que ser rescatada fiscalmente recibiendo un importe cercano a los 85 mil millones de euros, de los cuales 35 mil millones los utilizó para recapitalizar el sector financiero.

3. Factores que posibilitaron la aparición de la burbuja inmobiliaria

Durante la etapa de crecimiento se descuidó la gobernanza económica y financiera. El fuerte crecimiento económico impedía ver la aparición de varios factores que posibilitaron la creación de la época de auge inmobiliario y de este modo, poder tomar medidas para evitar el excesivo sobrecalentamiento de la economía.

3.1. Entrada en el euro

La entrada en el euro de la economía irlandesa supuso una fuerte reducción en sus tipos de interés. A principios de los años noventa los tipos de interés en Irlanda eran más altos que los que había en los principales países europeos, concretamente respecto a los tipos alemanes, los cuales son considerados como el tipo de referencia de Europa. La razón de este diferencial entre los tipos se debe a la mayor prima de riesgo exigida a los activos denominados en libras irlandesas respecto a los denominados en monedas de otros países (GRAFICO 5).

³ National Asset Management Agency

A mediados de los años noventa, cuando se daba por hecho que Irlanda iba a entrar en el euro, los tipos de interés irlandeses empezaron a converger con los tipos de los demás países que iban a adoptar el euro como moneda. De este modo el diferencial de tipos contra Alemania a principios de 1996 estaba en niveles cercanos a los 150 puntos básicos y para los primeros días de 1999 se había situado en torno a los 20 p.b.

Esta bajada en los tipos de la deuda irlandesa se reflejó en una reducción de los tipos de interés de los créditos a comprador de vivienda (GRAFICO 6).

De este modo, los tipos de interés que soporta el comprador de una vivienda, bajaron fuertemente desde el año 1992. En términos nominales pasaron del 14% en 1992 a estar cerca del 4% a principios del año 1999. Mientras que en términos reales pasaron del 11% en 1992 a estar por debajo del 1% hasta poco antes del inicio de la crisis.

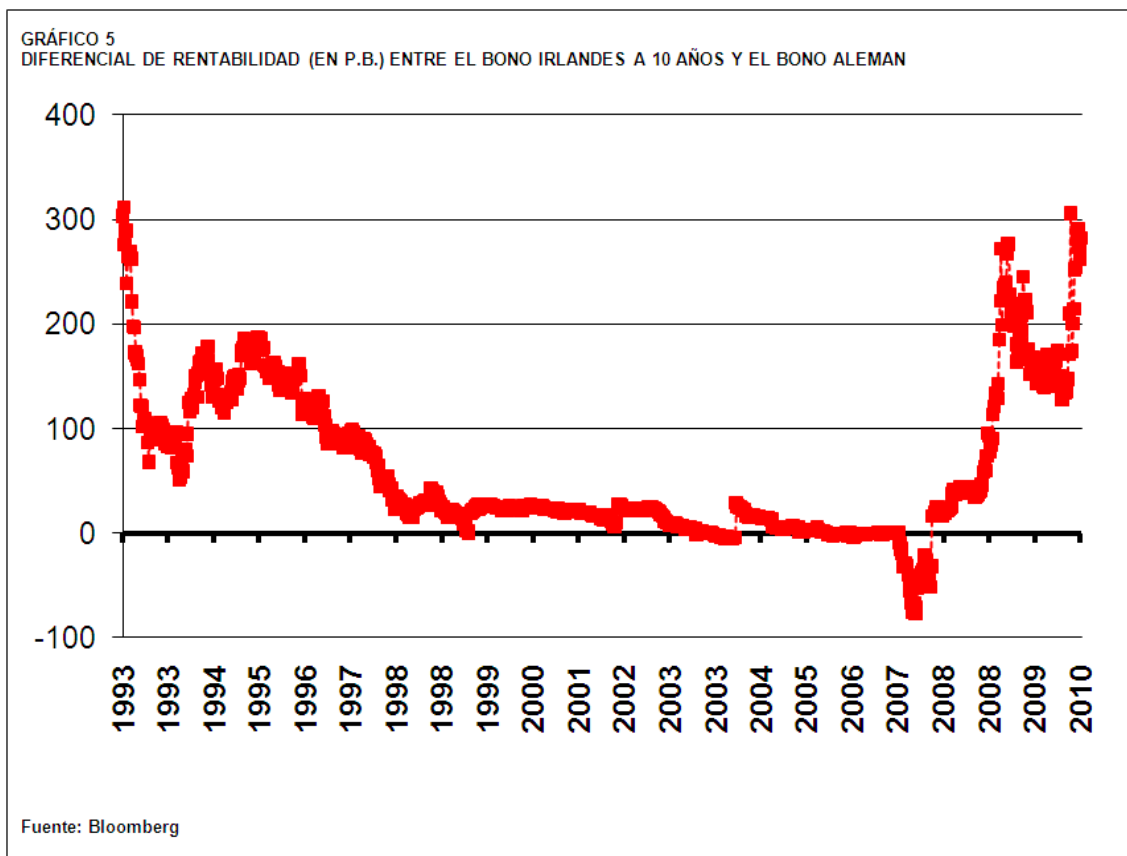
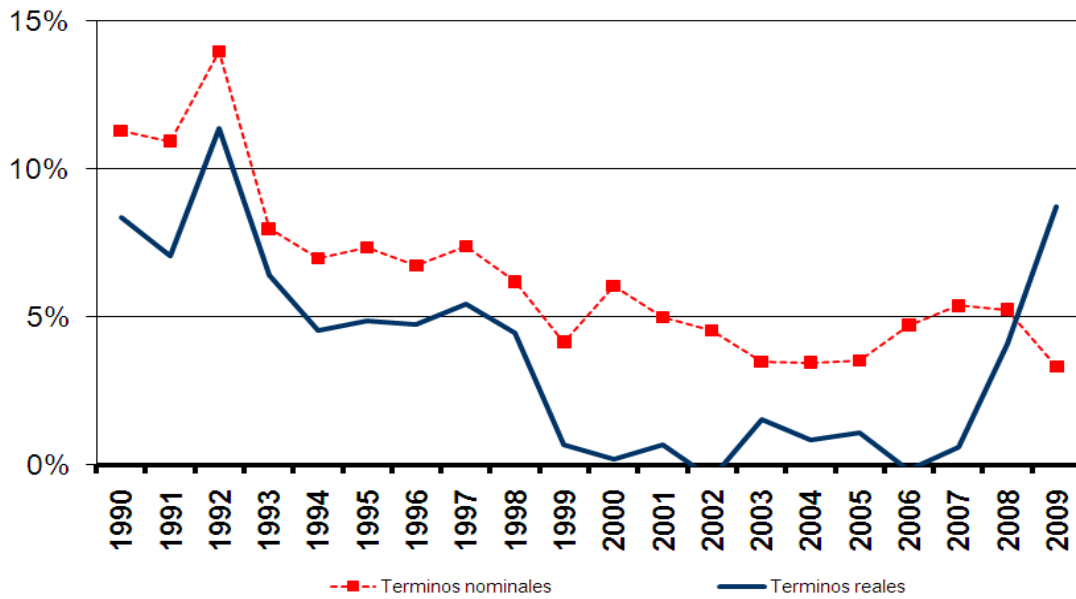


GRÁFICO 6
TIPO HIPOTECARIO. TERMINOS NOMINALES Y REALES.



Fuente: Environment, Heritage and Local Government. Elaboración propia.

Junto a la bajada de tipos que se dio en la deuda irlandesa, la política monetaria expansiva que el BCE llevó a cabo también ayudó a que los tipos de interés hipotecarios fueran bajos. Después de la crisis tecnológica, el BCE entre los años 2001 y 2005 implementó una política monetaria laxa debido a que los países que más pesaban en la zona del euro, como eran Francia y Alemania, estaban sumidos en una difícil situación económica, muy diferente a la que Irlanda estaba viviendo (GRAFICO 7).

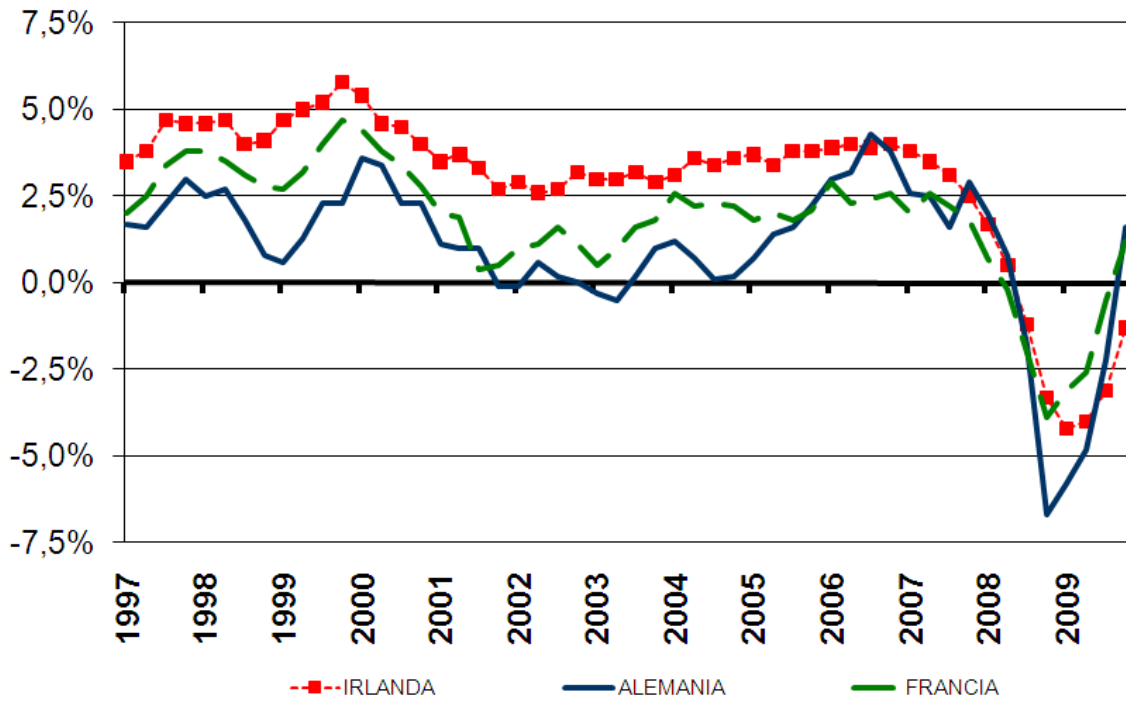
Esta coyuntura de política monetaria expansiva y de fuerte crecimiento de la economía irlandesa conllevó que entre los años 2001 y 2004 los tipos de interés reales⁴ fueran negativos (GRAFICO 8) y provocó el excesivo endeudamiento del consumidor irlandés.

3.2. Excesivo endeudamiento del sistema financiero irlandés

La desaparición de la prima de riesgo que la llegada del euro trajo, provocó que la accesibilidad a la financiación externa fuera mucho más barata y más fácil de conseguir (Honohan, 2009: 209-214).

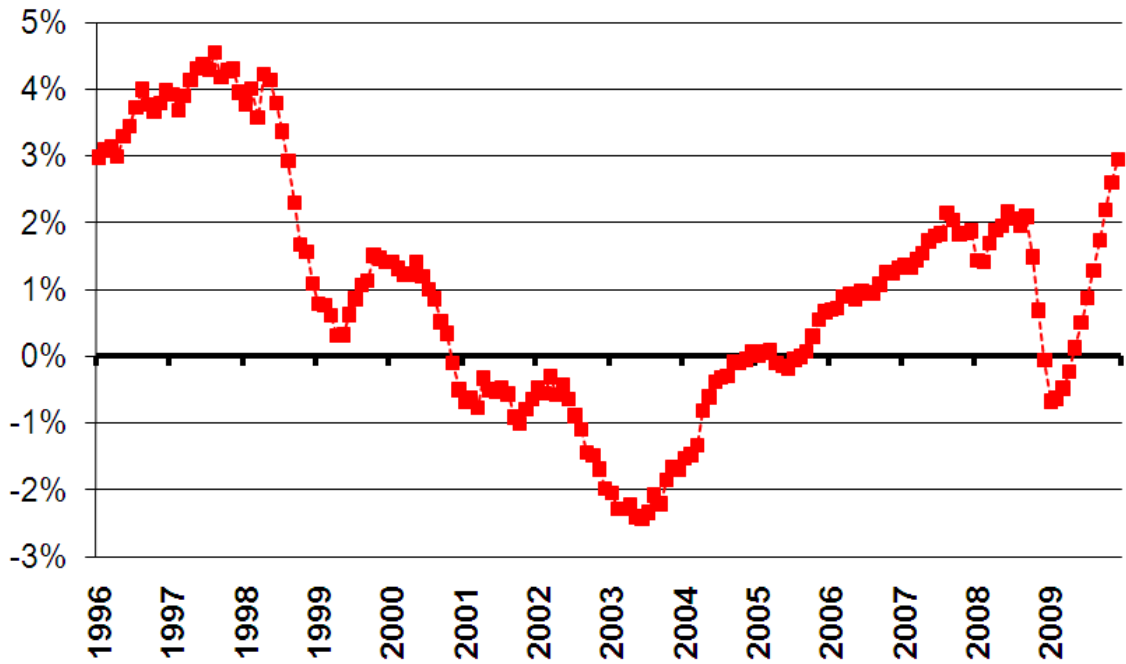
⁴ El tipo real del euríbor a 12 meses deflactado con la IPC armonizado irlandés.

GRÁFICO 7
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB TRIMESTRAL EN TERMINOS REALES.



Fuente: Bloomberg

GRÁFICO 8
TIPOS REALES

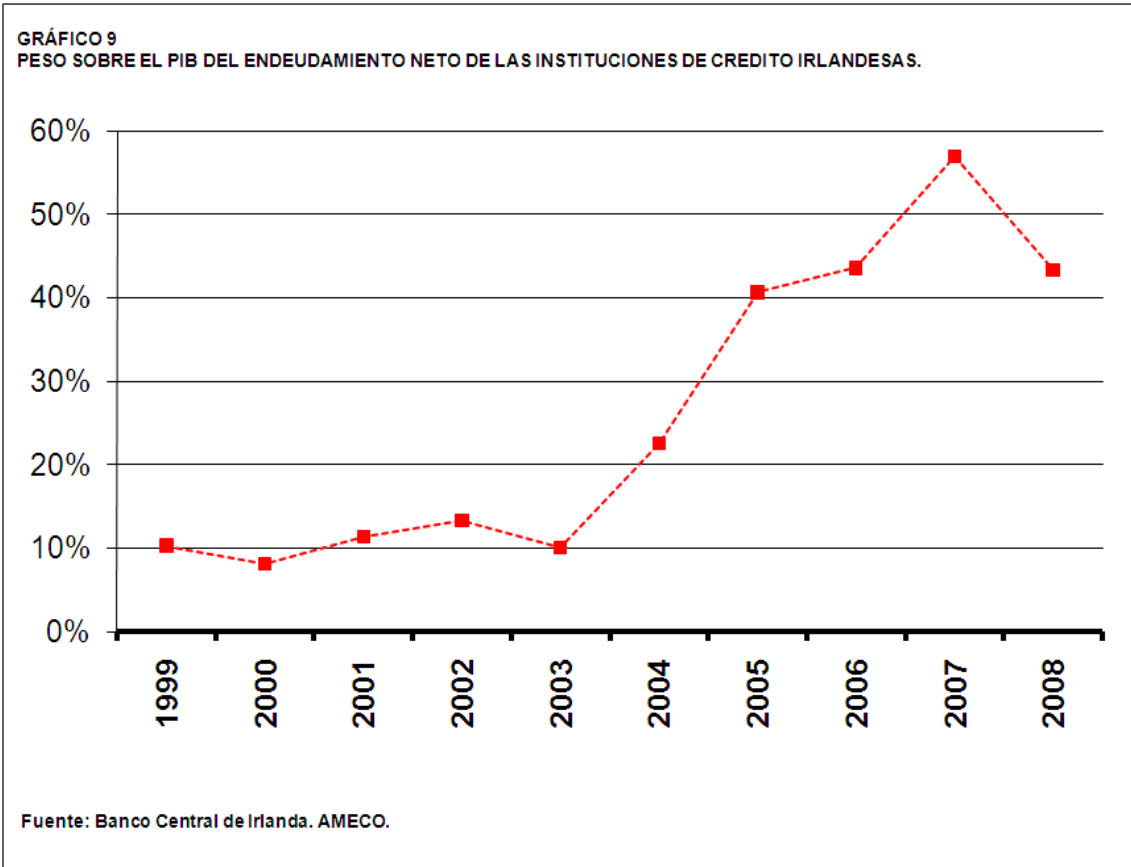


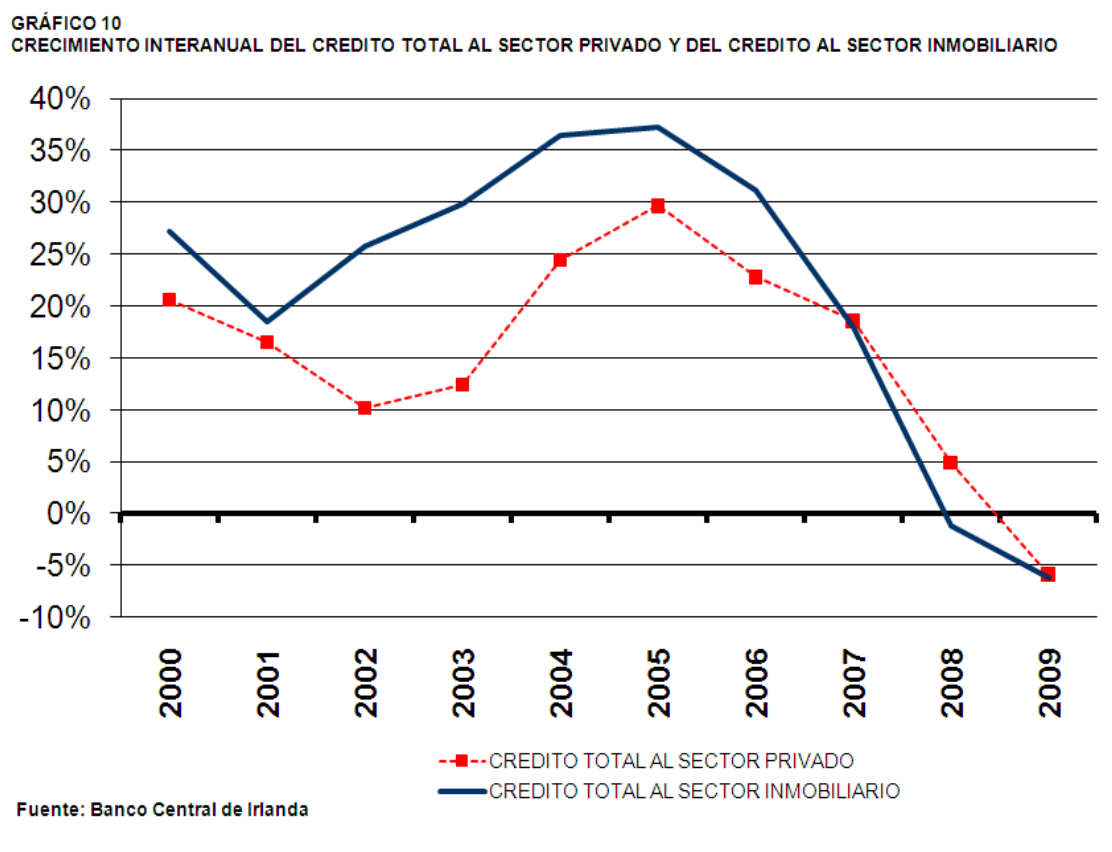
Fuente: Bloomberg

Este hecho provocó que los bancos irlandeses empezaran a financiarse del exterior, especialmente después del año 2003, de un modo incesante e incontrolado para poder atender las necesidades de crédito de los irlandeses. Tal fue el uso que los bancos irlandeses hicieron de la financiación externa, que el endeudamiento neto externo de las instituciones de crédito irlandesas pasó de ser un 10% del PIB a ser casi el 60% en 2007 (GRAFICO 9).

Esta asequible y barata financiación pronto se reflejó en las cifras del crédito al sector privado. Así, mientras que en 1999 el peso del crédito sobre el PIB era del 102% esta cifra se había elevado hasta el 217% para el año 2008 y si lo ajustamos con titulaciones residenciales, este porcentaje sube hasta el 236%. El gran beneficiario de esta explosión del crédito fue el crédito inmobiliario, el cual absorbía gran parte del crecimiento crediticio y reduciendo la disponibilidad de recursos financieros a los sectores productivos. De este modo, el crédito total destinado al sector inmobiliario creció a una media anual del 36% desde finales del año 2001 hasta el año 2007, por encima del 24% que subió de media el crédito al sector privado durante el mismo periodo (GRAFICO 10).

De este modo, el peso del préstamo inmobiliario pasó de pesar un 37% sobre el total del crédito en el año 2001, a pesar un 61% en el año 2007. Kelly (2009: 6-9) opina que el verdadero motor del fuerte repunte experimentado por el precio de las casas no fue el bajo nivel de los tipos reales, sino la explosión del crédito provocada por la masiva y barata financiación obtenida del exterior. Dado que la oferta de viviendas es limitada en el corto plazo, la disponibilidad de crédito era lo que movía a la demanda y por ello, los precios se movían en proporción al tamaño de los nuevos préstamos.



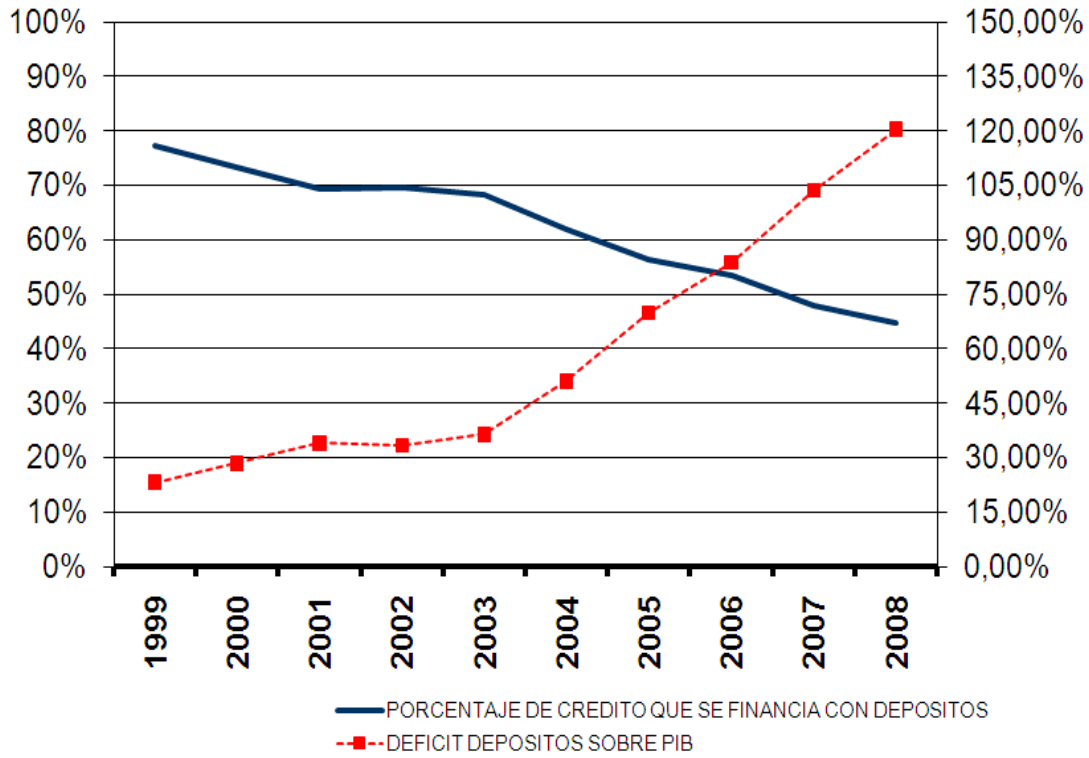


Tradicionalmente gran parte del crédito se financiaba a través de los depósitos constituidos por los clientes. De hecho, en el año 1999 el 77% del crédito se financiaba a través de depósitos. El rápido crecimiento del crédito no se pudo financiar sólo con depósitos, lo que trajo que en 2007 sólo el 48% de los créditos se financiara a través de depósitos. Dicho de otro modo, el déficit de depósitos respecto al crédito pasó de ser un 23% del PIB en 1999 a ser de un 103% del PIB en 2007 (GRAFICO 11).

Para poder financiar este déficit de depósitos, se acudió a la emisión de cédulas hipotecarias, titulizaciones residenciales (GRAFICO 12), bonos y titulizaciones colateralizadas con créditos no residenciales.

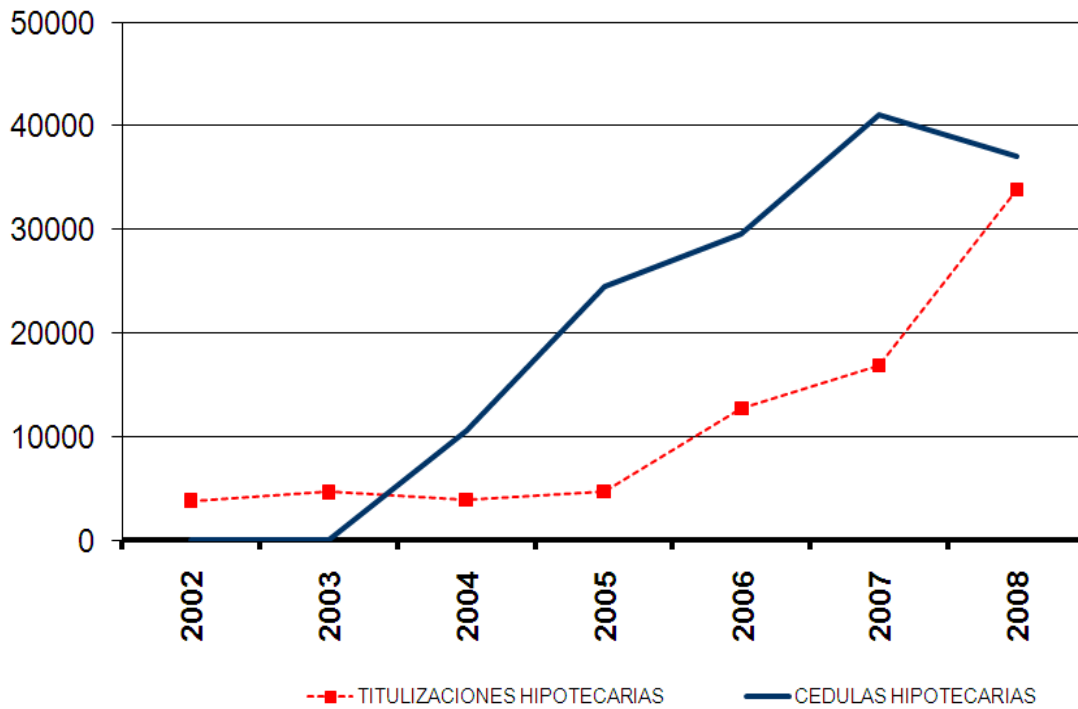
Gracias a que con el euro era más fácil poderse financiar del exterior, gran parte de las cédulas y titulizaciones se colocaron en el exterior y esto se reflejó en el incremento del déficit del balance por cuenta corriente (GRAFICO 13). En este proceso el ahorro global tuvo mucha importancia (Honohan, 2009: 209-215) y entre ellos, el poder ahorrador de Alemania.

GRÁFICO 11
PORCENTAJE DE CREDITO QUE SE FINANCIAN CON DEPOSITOS (ESCALA IZQUIERDA) Y DEFICIT DE DEPOSITOS SOBRE PIB (ESCALA DERECHA)

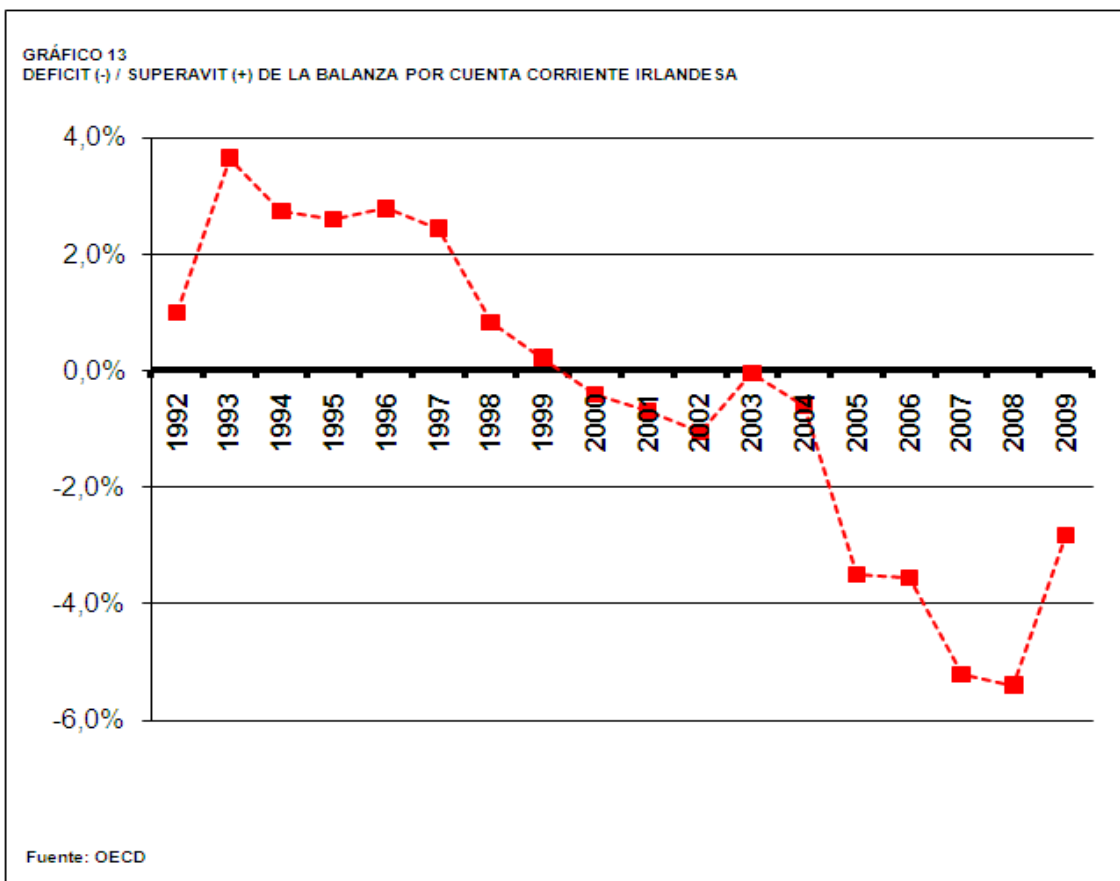


Fuente: Banco Central de Irlanda

GRÁFICO 12
DEUDA VIVA EN CEDULAS Y TITULIZACIONES HIPOTECARIAS (EN MILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco Central de Irlanda. Barclays Capital.



Durante aquellos años Alemania estaba viviendo una época de poco crecimiento económico, lo que incidía negativamente en su demanda de crédito. De este modo, utilizó su ahorro para financiar las necesidades de crédito del resto mundo. Dado que la rentabilidad esperada por invertir en Alemania era muy baja y la rentabilidad esperada de los activos emitidos en el exterior (por ejemplo, Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, etc.) era superior.

3.3 Control del riesgo crediticio laxo

La abundante liquidez provocó que los requisitos para acceder a un préstamo que las entidades financieras exigían a la hora de conceder créditos fueran mucho menos exigentes (Kelly, 2009: 9-12). De este modo, se dieron diversos cambios a la hora de conceder un crédito para la vivienda. Por un lado, se fue incrementando el ratio préstamo / valor (LTV). El peso de las hipotecas con un LTV mayor del 95% pasó de ser el 6% en 2004 a ser del 16% en 2007 (Connor et al., 2010: 16-18). O dicho de otra manera, durante el año 2006 sólo el 24% de las nuevas hipotecas concedidas a compradores de primera vivienda tenía un LTV inferior al tradicionalmente valor máximo del 80% (en el caso de Dublín este porcentaje caía al 15%), el 64% tenía ratios superiores al 90% y el 30% tenía ratios del 100% (Kelly, 2009: 10).

El ratio del precio de la vivienda sobre la renta disponible también ha ido evolucionando al alza. De este modo, cuando en 1995 el precio de las casas era

cuatro veces superior a la renta disponible, en el año 2006 se elevó hasta diez veces. Mientras que en el caso de Dublín, el ratio de los precios sobre la renta disponible llegó a ser de 17 veces (Kelly, 2009:9).

Otro requisito de las hipotecas que también fue relajado fue el vencimiento medio de las hipotecas. El vencimiento de las hipotecas se alargó, así mientras en el año 2004 sólo el 10% de las nuevas hipotecas tenía un vencimiento superior a los 30 años, en el año 2007 este porcentaje se elevó hasta el 35% (Kelly, 2009: 9-12).

3.4. Regulación y supervisión del sistema financiero inadecuadas

La principal razón del rápido incremento del crédito fue la indulgencia del Banco Central Irlandés a la hora de regular la actividad crediticia de los bancos.

Después de la entrada en el euro, prácticamente dejó de lado sus competencias reguladoras y sólo se dedicó a recopilar estadísticas, emitir monedas y en ningún momento hizo esfuerzo alguno para controlar la burbuja de crédito que se estaba creando en torno al sector financiero (Kelly, 2009: 23).

El origen de esta apatía reguladora se remonta algunos años atrás. A principios de los años noventa el gobierno irlandés tomó la decisión estratégica de convertirse en el líder mundial en servicios financieros “offshore”⁵. Para lograr dicho fin redujo considerablemente el control regulatorio y fiscal (Connor et al., 2010: 18-21). Debido a este régimen de baja supervisión, Irlanda fue catalogada por de New York Times como el salvaje oeste de la Europa financiera⁶.

Los bancos extranjeros, aprovechándose la laxa regulación que había se establecieron en Irlanda para poder actuar con libertad a la hora de tomar riesgos, dado que la regulación irlandesa les permitía tomar riesgo que el regulador de origen no les hubiera dejado tomar. Un caso significativo es el de Depfa Bank. Subsidiaria del banco alemán Hypo Real Estate. Depfa quebró al poco tiempo de estallar la crisis financiera y abocó a su matriz a la quiebra, aunque ésta fue rescatada por el Gobierno alemán para poder sobrevivir. La quiebra de Depfa no supuso coste alguno para el Gobierno irlandés. Sin embargo, la actividad agresiva de Depfa influyó negativamente en el sector financiero irlandés, dado que obligaba a los demás bancos irlandeses a tomar mayores riesgos para poder competir con él.

El laxo y casi sin contenido régimen regulatorio financiero irlandés dificultó la labor de supervisión de los bancos domésticos por parte del regulador. De tal modo, que el régimen regulador de los bancos domésticos irlandeses fue extremadamente débil e ineficaz durante el periodo anterior a la actual crisis (Connor et al., 2010: 18-21).

Honohan (2009: 215-220) realizó un análisis acerca de los errores más graves realizados por parte del regulador irlandés durante el periodo anterior a la crisis. El autor comenta que cuando el balance de una entidad financiera crece en un año más de un 20%, suele ser un signo de alerta para el regulador. En el caso irlandés

⁵ Atraer bancos extranjeros a territorio irlandés.

⁶ Ver Lavery y O'Brien (2005)

los balances de Anglo Irish Bank y Irish Nationwide crecieron anualmente de media en el periodo comprendido entre los años 1998 y 2007 un 36% y un 20% respectivamente. El autor opina que el regulador, basándose en los procedimientos estándares, tenía que haber actuado ante estos rápidos crecimientos de balance. Por otro lado, la alta concentración que los bancos tenían respecto al crédito promotor, también tenía que haber sido motivo de actuación. Por último, el hecho de que entidades como Irish Nationwide, cuya misión institucional es dar préstamos hipotecarios para compra de viviendas, concedan el 80% del crédito total a promotores, también era motivo de actuación por parte del regulador.

La falta de actuación del regulador en los casos antes mencionados o en otros casos similares, permitiendo a las entidades financieras aumentar el riesgo temerariamente, ha dejado al sistema financiero irlandés al borde de la quiebra.

La falta de regulación no es negativa si el sector se auto regulara. Sin embargo, los mercados no pueden auto regular a las entidades financieras por falta de información, con lo que sería importante mayor transparencia. Por otra parte, las entidades tampoco se auto regulan debido a que la inadecuada política de incentivos empuja a los gestores a tomar riesgos, por lo que una política de incentivos adecuada donde los “bonus” tengan poco peso sería conveniente para que los gestores tomen menos riesgos.

3.5 Política fiscal deficiente

La política fiscal de Irlanda durante los años de crecimiento económico fue considerada como una política ejemplar (Regling y Watson, 2010: 25) debido a que desde el año 1997 hasta el año 2007 tuvo un superávit fiscal medio anual del 1,7% y redujo su deuda desde el 74% al 25% del PIB (O’Leary y Maynooth, 2010: 2). Sin embargo, el superávit fiscal y la aparente buena salud fiscal escondían la debilidad subyacente de las cuentas públicas irlandesas, dado que durante este periodo el déficit estructural de la economía irlandesa fue aumentando progresivamente. De este modo, durante el año 2007 mientras el presupuesto fiscal estaba equilibrado, el déficit estructural era del 8,75% del PIB y para el año 2008 se elevó hasta el 12,50% (FMI, 2009: 22). La razón de este incremento de la debilidad fiscal estructural fue la política procíclica que el Gobierno irlandés llevó a cabo durante el periodo 2000-2007, dado que, a pesar de que los ingresos totales respecto al PIB no variaron, anduvieron alrededor del rango comprendido entre el 35% y 37% del PIB desde los años 90 hasta el año 2007 (Regling y Watson, 2010: 26); provocó una fuerte variación en la composición de los ingresos fiscales. Así, el peso de los impuestos recaudados por ganancias de capital, IVA y “Stamp Duty” pasó de pesar un 8% a pesar un 16% respecto al total de impuestos recaudados. Al mismo tiempo, los ingresos provenientes de los impuestos de la renta pasaron a pesar un 10% menos sobre el total de impuestos recaudados (O’Leary y Maynooth, 2010: 5). Esta variación provocó que el peso de los ingresos recurrentes perdiera peso en favor de los impuestos sensibles al ciclo económico y a la actividad inmobiliaria y de construcción. Lo que ha provocó que el año 2008, cuando Irlanda entró en recesión, sus ingresos hayan cayeran considerablemente y su déficit fiscal se disparara.

4. Lecciones para la mejora de la gobernanza financiera global

Irlanda es el ejemplo más claro de la crisis global que estamos dejando atrás. Una economía que pasó de estar en la cola de Europa, en términos de PIB per cápita, a ser uno de los más ricos. Se ha vivido la creación y explosión de una burbuja inmobiliaria. Parte del sector financiero ha tenido que ser nacionalizado y la otra parte no puede sobrevivir sin ayudas públicas. Además de todo esto, el Gobierno de Irlanda ha tenido que ser rescatado debido a su debilidad fiscal provocada por sus esfuerzos en salvar un sector financiero abocado a la bancarrota.

Hasta ahora no había mecanismos para evitar semejante crisis ni tampoco medidas para hacerle frente. Todas las medidas implementadas se han tomado de manera improvisada conforme se iba dilucidando el alcance real de la crisis.

De esta crisis podemos sacar lecciones para que en el futuro no se vuelva a repetir un hecho similar o al menos que su alcance sea de menor calado, dado que esta crisis ha sido la peor desde la Segunda Guerra Mundial:

- 1) Medidas para compensar una política monetaria no óptima. La Unión Monetaria Europea no es un Área Monetaria Óptima (la crisis actual de la deuda soberana es un ejemplo), por lo que la política monetaria dirigida por el BCE no siempre responderá a las necesidades del ciclo económico de cada país. Ante esta situación el Gobierno de ese país tendría que utilizar las políticas económicas a su alcance para evitar los desequilibrios que pudieran crearse debido a una política monetaria que no responde a las necesidades del ciclo económico que está viviendo.
- 2) Medidas para controlar el excesivo apalancamiento de los bancos. Con el objetivo de responder a esta necesidad vienen las medidas tomadas por Basilea III, que entrará en vigor a partir del año 2013 y por el Banco de España de aumentar las exigencias de “core capital” a las entidades financieras. Basilea III requerirá a la banca mundial el requerimiento mínimo de “core capital” del 2% al 4,5%. Asimismo los bancos deberán mantener un colchón de conservación de capital del 2,5% para hacer frente a futuros periodos de tensión, de modo que el requerimiento total del “core capital” se situará en el 7%. Mientras que el Banco de España adelanta esta exigencia para septiembre de 2011 y además la eleva hasta el 8% y en el caso de las entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital social o derechos de voto a terceros por al menos el 20% y que, además, presenten un porcentaje de financiación mayorista superior al 20% este porcentaje lo aumenta al 10%. El hecho de obligar a las entidades financieras a mantener un porcentaje mínimo capital ordinario dificulta una rápida expansión de sus balances.
- 3) Medidas para controlar el riesgo crediticio tomado por las entidades financieras. Hemos visto cómo en momentos donde más fácil era obtener

financiación para las entidades financieras, éstas reducían considerablemente las exigencias a la hora de conceder créditos, aumentando el riesgo potencial del número de impagos. Para evitar esta situación sería conveniente definir unos estándares de crédito concretos o en su defecto, penalizar esta actitud con la imposición de dotar provisiones cuando se traspasan ciertos estándares de crédito. En este caso es digno de mención la política anti cíclica que el Banco de España puso en marcha en el año 2000 a las entidades financieras para dotar mayores provisiones que en otros países. Este sistema consiste en dotar provisiones a medida que crecen los créditos aunque no haya morosidad, para poderlas utilizar en épocas donde aumenta la morosidad.

- 4) Medidas para reforzar la regulación y supervisión financiera. La crisis financiera actual conocida como “The great recession” ha puesto de relieve las importantes deficiencias en las estructuras de supervisión de la Unión Europea, tanto en casos particulares como en relación con el sistema financiero en su conjunto. Dicho sistema de supervisión ha dejado en evidencia su incapacidad para prevenir, gestionar y resolver la crisis. Los modelos de supervisión de ámbito nacional no han sido capaces de responder a las necesidades de supervisión que suponen unos mercados financieros interconectados e integrados donde muchas entidades financieras operan a escala transfronteriza. En este sentido la crisis financiera ha mostrado las nuevas dimensiones del riesgo sistémico y la falta de coordinación y cooperación de una supervisión financiera que está basada en los supervisores nacionales. Ante esta realidad el Consejo ha refrendado un acuerdo con el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco de supervisión financiera de la UE. Dicho marco se sustentará en dos nuevos pilares.

El primero será la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que vigilará y evaluará las amenazas potenciales para la estabilidad financiera que puedan derivarse de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto, es decir, se encargará de realizar una supervisión macroprudencial a nivel europeo. Dicha entidad se encargaría de alertar en una fase temprana sobre los riesgos que puedan afectar a todo el sistema y, en caso necesario, realizaría recomendaciones de actuación para hacer frente a dichos riesgos. Entre las funciones del JERS se encuentran las siguientes:

- Recopilar y analizar información para evaluar las amenazas potenciales.
- Identificar y priorizar los riesgos.
- Emitir avisos de riesgo.
- En caso de necesidad formular recomendaciones.
- Vigilar que se adoptan medidas en respuesta a los avisos y recomendaciones.
- Actuar como enlace con el FMI, el Consejo de Estabilidad Financiera y los homólogos de terceros países.

El segundo pilar será el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF), compuesto por tres autoridades europeas de supervisión de carácter sectorial que trabajan en red con las autoridades nacionales de supervisión con el objetivo de garantizar la solidez financiera de las empresas nacionales y de proteger a los consumidores de servicios financieros, es decir, se encargará de realizar una supervisión microprudencial. Dicha red se basará en la atribución de competencias compartidas que se refuercen mutuamente y combinará la supervisión de ámbito nacional de las entidades con la centralización de determinadas tareas a nivel europeo, con el objetivo de promover normas armonizadas y prácticas de supervisión coherentes. Esta red se fundamentará en los principios de colaboración, flexibilidad y subsidiariedad. Su finalidad será afianzar la confianza entre los supervisores nacionales para poder afrontar de un modo más eficaz los riesgos transfronterizos. Las tres autoridades sectoriales que se encuentran dentro del SESF son las siguientes: la primera es la Autoridad Europea Bancaria (AEB) que se encargará de la supervisión de los bancos, la segunda es la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la tercera, la Autoridad Europea de Valores (AEV) se encargará de la supervisión de los mercados de valores. La supervisión corriente seguirá estando centrada en el ámbito nacional y los supervisores nacionales serán los responsables de las entidades individuales. Mientras que los colegios de supervisores se encargará de la supervisión de las entidades transfronterizas. Estas tres autoridades sectoriales tendrán las siguientes funciones:

- Desarrollar un conjunto único de normas armonizadas.
- Garantizar que la legislación comunitaria se aplique de una forma coherente.
- Establecer una cultura común de supervisión y prácticas coherentes a ese respecto.
- Plenos poderes de supervisión en relación a la autorización supervisión de determinadas entidades con proyección paneuropea.
- Garantizar una respuesta coordinada ante situaciones de crisis.
- Recopilar información microprudencial.
- Asumir un papel internacional.

5) Políticas fiscales dirigidas a evitar la creación de desequilibrios económicos. Los problemas fiscales que varios Estados miembros del euro han tenido reflejan la debilidad de la política fiscal llevada a cabo en estos países. Una política fiscal vulnerable muy condicionada al ciclo económico y que no evita el sobrecalentamiento de la economía en momentos de crecimiento económico. Al hilo de este problema, el Consejo Europeo en el año 2010 decidió establecer un marco estable de gestión de la crisis. Dicha iniciativa es conocida como el “semestre europeo” y su objetivo es impulsar la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros, además de elaborar una batería de indicadores de alerta temprana de desequilibrios macroeconómicos severos. Ayudará a fortalecer la disciplina presupuestaria,

la estabilidad macroeconómica y el crecimiento, en consonancia con la Estrategia Europa 2020 para el crecimiento y el empleo. El nuevo ciclo de seis meses empezará cada año en marzo, momento en que el Consejo Europeo determinará los principales desafíos económicos y realizará recomendaciones estratégicas de actuación. En abril los Estados miembros revisarán sus estrategias presupuestarias a medio plazo y al mismo tiempo elaborarán sus programas nacionales de reforma, indicando las medidas que tomarán en ámbitos tales como el empleo. Durante los meses de junio y julio el Consejo Europeo y el Consejo realizarán recomendaciones de actuación antes de que los Estados miembros finalicen sus presupuestos para el año siguiente.

5. Conclusión final

Esta crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad de profundizar en el desarrollo de la regulación financiera y la supervisión financiera, dado que sin una sólida regulación financiera la supervisión financiera no podrá evitar que volvamos a tener otra crisis financiera y sin una supervisión competente la regulación pierde eficacia. Será necesario que se profundice a nivel global en el desarrollo de la regulación y la supervisión de las actividades de crédito y liquidez que las entidades financieras lleven a cabo, con el objetivo de evitar el arbitraje regulatorio que provocan la fragmentación de las normas y la falta de unos estándares comunes de supervisión, es decir, para evitar casos como el de Depfa Bank en Irlanda.

Por otro lado, el caso de Irlanda ha dejado en evidencia que el simple hecho de que un país tenga unas cuentas fiscales superavitarias no garantizan que esa economía goce de una buena salud fiscal. El peso de los ingresos recurrentes respecto al total de los ingresos o el balance fiscal ajustado cíclicamente nos pueden dar una imagen más fiel de la situación fiscal de un país.

6. Bibliografía

- CERRA, V. y SOIKKELI, J. (2002): "How competitive is Irish manufacturing", IMF WORKING PAPER WP/02/160.
- CONEFREY, T. y FITZ GERALD, J. (2009): "Managing housing bubbles in regional economies under EMU: Ireland and Spain", working paper no. 315, Economic and Social Research Institute, Dublín.
- CONNOR, G.; FLAVIN, T y O'KELLY, B. (2010): "The U.S. and Irish credit crises: their distinctive differences and common features", Irish Economy Note No.10.
- DUFFY, D.; FITZ GERALD, J.; HORE, J.; KEARNEY, I. y MacCOILLE, C. (2001): Medium-term review: 2001-2007, 8, The Economic and Social Research Institute, Dublín.
- EVANS, A.W. y HARTWICH, O.M. (2005): "Housing the Celtic Tiger:Ireland's short-sighted construction boom", *Bigger, better, faster,more: why some countries plan better than others*, pp. 43-54, PolicyExchange.
- FMI (2009): "Ireland article IV consultation".
- HONOHAN, P. (2009): "Resolving Ireland's banking crisis", *Economic and Social Review*, Vol.40, Nº2, p. 207-231.
- KELLY, M. (2009): "The Irish credit bubble", working paper 09/32, School of Economics, University College, Dublín.
- KOEVA, P. y MORENO, M. (2004): "Ireland selected issues, IMF Country Report, 04/349.
- LAVERY, B. y O'BRIEN, T.L. (2005): "Insurers trails lead to Dublín", *New York Times*, 1 de abril.
- O'LEARY, J. y MAYNOOTH, N. (2010): "External surveillance of Irish fiscal policy during th boom", Irish Economy Note No.11.
- REGLING, K. y WATSON, M. (2010): "A preliminary report on the sources of Ireland's banking crisis", Government Publications.
- SOMERVILLE, R.A. (2007): "Housing tenure in Ireland", *Economic and Social Review*, Vol.38, Nº1, pp. 107-134.