

## **10 años de la caída de Lehman Brothers: ¿qué hemos aprendido?**

Jordi Gual<sup>1</sup>

Presidente de CaixaBank

La gran crisis financiera que estalla en 2008 es un fenómeno económico y social muy complejo que será estudiado y analizado durante muchas décadas, como sucedió con la Gran Depresión del siglo XX. Este breve ensayo trata de aportar una reflexión personal sobre las causas de la crisis y sobre los aprendizajes que se pueden extraer de la misma. Se resalta de manera especial cómo el comportamiento humano propicia la recurrencia de las crisis y la necesidad de actuar de forma decidida en los periodos de expansión para evitar episodios de inestabilidad financiera. El artículo presenta en primer lugar una breve descripción de los hechos, enfatizando algunos aspectos de la génesis de la crisis. Este es el paso previo necesario para poder profundizar en las principales causas de la crisis, que se detallan en la segunda sección. Se enfatiza que tanto la política monetaria, excesivamente expansiva, como la regulación financiera, insuficiente cuando no inapropiada, son factores explicativos determinantes de la magnitud de la gran crisis financiera. La tercera sección persigue responder a la pregunta de si la crisis se hubiera podido evitar. Los efectos de la misma sobre el sector bancario y sobre el conjunto de la sociedad se recogen en la sección cuarta. Las conclusiones se presentan en la sección final.

### **1. ¿Qué ocurrió y cómo ocurrió?**

Existe un consenso generalizado en que el inicio de la crisis financiera puede situarse en el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos<sup>2</sup>. Las burbujas inmobiliarias no son un fenómeno nuevo, pero la expansión del sector inmobiliario estadounidense estuvo acompañada por un intenso proceso de innovación financiera en la generación y distribución de hipotecas, lo que generó un fuerte efecto de expansión del riesgo. Las entidades originaban hipotecas que luego se distribuían a otros intermediarios financieros, sin que el originador retuviera al menos parte del riesgo. Posteriormente estos préstamos eran titulizados y empaquetados en productos financieramente opacos (los denominados *Collateralized Debt Obligations*, entre otros). Estos productos, a pesar de ser de difícil valoración, recibieron *ratings* favorables por parte de las

---

<sup>1</sup> Texto editado de la conferencia pronunciada el 21 de septiembre de 2018 en la sesión de inauguración del Ciclo “10 años de Lehman Brothers”, organizado por el Círculo de Economía, CIDOB y EuropeG.

<sup>2</sup> Para tener cierta perspectiva es bueno comparar la burbuja norteamericana con la española. El fenómeno en España fue más acusado, si bien no estuvo acompañado de aspectos de innovación financiera como sí sucedió en los EE.UU. En España los precios se multiplicaron por 2,5 y en EE.UU. por 2. En España, el peso de la inversión residencial en el PIB incrementó en 3,5 puntos porcentuales y en EE.UU. en 2.

agencias de rating y fueron adquiridos en grandes cantidades por inversores, tanto estadounidenses como internacionales, en un momento en el que los mercados financieros internacionales se caracterizaban por un exceso de ahorro (el denominado *savings glut*).

En el sector financiero estadounidense, las primeras víctimas fueron las entidades más expuestas a la deuda de menor calidad, la denominada *subprime*. Es decir, entidades como Lehman Brothers que habían asumido mucho riesgo. No obstante, muchas otras entidades financieras tenían también exposición a este tipo de deuda. Este hecho, junto con la elevada incertidumbre existente en ese momento sobre los bancos que estaban más expuestos a la deuda de baja calidad, llegó a paralizar el sistema financiero y en particular el mercado interbancario. La desconfianza existente hizo que las entidades bancarias dejasen de prestarse entre ellas y los inversores mayoristas dejaron de prestar a las entidades bancarias. En los momentos de mayor incertidumbre y tensión, la liquidez de muchos mercados financieros en los cuales se intercambiaban activos complejos de valor incierto llegó a desaparecer. El colapso de los mercados planteó serios problemas de liquidez y de financiación a muchas instituciones financieras que, al estar excesivamente apalancadas a plazos muy cortos, no encontraron financiación suficiente para hacer frente a sus compromisos. A pesar de la decidida intervención de las autoridades, en particular de los bancos centrales, proporcionando liquidez y rescatando a algunas entidades de gran tamaño, numerosas entidades quebraron.

La quiebra más significativa fue la de Lehman Brothers, pero no fue la primera. Antes ya habían caído bancos como Bear Stearns en Estados Unidos y Northern Rock en el Reino Unido, si bien en ambos casos las entidades habían sido o bien compradas por otras entidades (JP Morgan adquirió Bear Stearns) o rescatadas por el estado (Northern Rock). La decisión de no rescatar a Lehman Brothers es aún hoy en día controvertida. Como argumento a favor de dejar quebrar a Lehman Brothers estaba el hecho de que podía tener un efecto positivo (a futuro) de reducción del riesgo moral. Es decir, de reducir los incentivos a tomar demasiado riesgo basados en la idea de que, si algo salía mal, el estado acudiría al rescate. Por el lado contrario, a corto y medio plazo tenía el inconveniente de que podía desencadenar quiebras adicionales y un grave problema de confianza en el conjunto del sistema financiero. De hecho, esto es lo que sucedió, lo que provocó que con posterioridad no se dejara que quebrasen otras entidades sistémicas, como la gran aseguradora AIG. La cuestión de por qué no se respaldó a Lehman Brothers aún sigue abierta. Hay quien dice que, en parte, ello fue así porque no se encontró un comprador dispuesto a adquirir la entidad y porque, a su vez, en aquel momento no había suficiente apetito político para justificar un rescate bancario, como sí lo hubo, posteriormente, con AIG<sup>3</sup>.

El resto del mundo también sufrió la crisis de las *subprime*. Muchas entidades habían invertido en deuda de Estados Unidos y las interconexiones entre los sistemas financieros de todo el

---

<sup>3</sup> Sobre esta cuestión véase L. Ball (2016) y también H. Paulson (2010) y H. Scott (2016).

mundo eran muy estrechas. Prácticamente nadie estuvo a salvo de la crisis sistémica de la banca americana. Por todo ello se generó una severa contracción financiera que, junto a la pérdida de confianza de los agentes económicos, provocó una acelerada recesión de la economía y una fuerte contracción del comercio mundial.

Para frenar una dinámica recesiva que se retroalimentaba, las autoridades públicas actuaron en distintos frentes. Se tomaron medidas extraordinarias de política monetaria – reducción de los tipos de interés e inyección de liquidez mediante la compra de bonos–, se introdujeron fuertes estímulos fiscales coordinados internacionalmente y se utilizaron recursos públicos para estabilizar el sistema financiero –recapitalizaciones y avales de deuda, entre otros–. En muchos países se tomaron medidas para recapitalizar las entidades bancarias más débiles, si bien en algunos casos con cierto retraso y no en todos ellos con el mismo grado de acierto en los instrumentos utilizados.

El año 2009 terminó siendo el peor año para el crecimiento de la economía mundial en décadas y marcó el inicio de la que después se conoció como la Gran Recesión. Recesión que gracias a las actuaciones públicas se consiguió evitar que terminase siendo una Gran Depresión. La Gran Recesión, sin embargo, acabó siendo un ingrediente clave de la crisis de la deuda soberana europea unos años más tarde.

## 2. Causas de la crisis

La lista de potenciales causas de la crisis financiera es extensa. La situación es parecida a la que tiene lugar en la conocida novela de Agatha Christie, “Asesinato en el Orient Express”, en la que el detective Hércules Poirot tiene muchos sospechosos que investigar, muchos potenciales culpables.

Entre las posibles causas de la crisis financiera que habitualmente se mencionan<sup>4</sup> destacan la excesiva laxitud de la política monetaria y una regulación insuficiente o errónea en distintas áreas: en el ámbito prudencial -en términos de cantidad y calidad del capital y requisitos de liquidez principalmente-; en los aspectos relacionados con el buen gobierno de las entidades y el control interno; en las áreas de protección del consumidor y del inversor; así como en lo que respecta a la regulación de otros agentes financieros, como las agencias de rating o las tasadoras.

---

<sup>4</sup> Existe, aún hoy, un gran debate sobre las causas de la Gran Recesión. Véase, por ejemplo, Tirole (2010) y Lo (2017). Tirole (op.cit. página 10), enfatiza los enormes fallos de la regulación (*massive regulatory failure*) y el problema de los incentivos y la información que tenían los agentes, y no tanto el comportamiento malévolo de actores concretos. Algo similar argumenta Lo (op.cit., página 301) quien revisa una amplia lista de posibles culpables analizados en la literatura.

Una supervisión insuficiente también se suele señalar como una posible causa, tanto en lo que respecta a entidades individuales, bancarias o no, como en relación al conjunto del sistema bancario, en lo que sería una perspectiva macroprudencial. A esta lista se suele añadir también la inadecuación de la política de vivienda, que trató de favorecer tal vez en exceso el acceso a la propiedad<sup>5</sup>; el intenso proceso de innovación financiera, que generó un exceso de liquidez y distribuyó el riesgo de manera opaca; el comportamiento imprudente o temerario de los agentes del sector financiero -bancos, agencias de rating, etc.- y de los propios prestatarios; y, por último, la reacción colectiva –los comportamientos gregarios– de las personas frente a los incentivos y a la información a la que se enfrentaban.

A la pregunta de cuál fue la causa de la crisis, solo cabe responder que seguramente no hay una sola causa sino que fue la conjunción de varias de estas causas la que desencadenó la crisis, del mismo modo que en la novela de Agatha Christie todos los sospechosos están de algún modo implicados en el asesinato que se investiga.

La crisis financiera fue un fenómeno muy complejo y por ello va a ser muy difícil y laborioso construir una teoría completa de lo sucedido. Podemos aspirar, de momento, a elaborar un relato coherente y aproximado, compatible con los hechos observados. En este sentido, es necesario hacer un esfuerzo, utilizando en la medida de lo posible el método científico, por rechazar narrativas que entren en contradicción con la evidencia disponible. Y conforme se disponga de más datos y perspectiva, tratar de llevar a cabo contrastes empíricos que permitan la inferencia de causalidades de manera sólida.

A los efectos de este ensayo, destacaremos como causas fundamentales de la crisis financiera principalmente dos. Ambas explicaciones enfatizan el diseño de las instituciones y los incentivos que este diseño provoca en los agentes económicos, y no tanto el comportamiento más o menos acertado o mal intencionado de agentes concretos.

En primer lugar, la excesiva relajación de la política monetaria en los años previos a la crisis. La política monetaria fue muy laxa durante mucho tiempo, a lo que en muchos países se añadieron también fases previas de políticas fiscales expansivas. Estas políticas alimentaron la expansión del crédito y, en general, el incremento de la deuda, de tal modo que muchos intermediarios financieros, familias y empresas se situaron en zonas de riesgo, comprometiendo escasos recursos propios, asumiendo un excesivo nivel de deuda y persiguiendo, gracias a la liquidez abundante, proyectos demasiado arriesgados, a menudo alimentando burbujas de activos, tanto financieros como inmobiliarios.

---

<sup>5</sup> Autores como Rajan (2010) y Mian y Sufi (2015) han destacado cómo, desde ámbitos políticos, se favoreció el acceso a la vivienda de las capas más humildes de la población con políticas inapropiadas.

Esta tesis encaja con la visión de los ciclos recurrentes de deuda que ha propuesto en diversas ocasiones el Banco Internacional de Pagos (véase, por ejemplo, BIS (2016)). De hecho, el BIS argumenta –véase BIS (2018)– que podríamos estar de nuevo entrando en otro ciclo de este tipo puesto que transcurridos diez años desde la quiebra de Lehman Brothers, los niveles de deuda global no han hecho sino aumentar. En este sentido, las llamadas de alerta ante el crecimiento de la deuda global son cada vez más numerosas (incluyendo del propio FMI en su *World Economic Outlook* de otoño de 2018). Desde una perspectiva complementaria, las políticas de *quantitative easing* de la zona euro y Japón, junto con la política monetaria china, inciden en una situación global de exceso de liquidez, a pesar de que en EE.UU. se haya puesto en marcha ya una estrategia de reducción del balance del banco central. Esta visión de la Gran Recesión es un planteamiento alternativo a las tesis que argumentan que el problema de la economía mundial se debe a una falta crónica de demanda<sup>6</sup>.

En segundo lugar, estas facilidades monetarias excesivas coincidieron en el tiempo con un entorno regulatorio débil. En parte, la debilidad de la regulación puede justificarse por la aparición de nuevas actividades y productos financieros no regulados en un mercado cada vez más global. Pero en gran medida existe un consenso claro en que la regulación de entonces no era la adecuada ni era de suficiente calidad.

El sector financiero es inherentemente complejo y debido a sus rasgos económicos básicos debe ser regulado. No es como, por poner un ejemplo, un mercado de hortalizas o de otros bienes de consumo sencillos. En el sistema financiero, las entidades bancarias cumplen una función primordial, por una parte, como gestores del sistema de pagos de la economía y, por otra, como proveedores de crédito –tomando depósitos, que son pasivos, normalmente a corto plazo, y concediendo créditos a más largo plazo. Esta transformación de plazos, que permite a los clientes coordinar en el tiempo sus ingresos y pagos, conlleva riesgos para las entidades financieras y para el conjunto del sistema financiero. Es un mercado en el que, además, muchas de las transacciones, tanto de activo como de pasivo están sujetas a una elevada incertidumbre a lo largo de la vida de la operación. Y en el que la información a disposición de las partes contratantes es a menudo asimétrica.

En este marco, la regulación y la supervisión deben asegurar que las entidades financieras gestionan cuidadosamente los riesgos asociados a esta actividad y que se mantiene la estabilidad del sistema, evitando así que los potenciales problemas del sector tengan una repercusión negativa sobre el funcionamiento del conjunto de la economía.

---

<sup>6</sup> La visión alternativa (de falta de demanda) se apoya en la tesis de que los tipos reales bajos tienen su origen en un exceso de ahorro global (véase por ejemplo el informe del CEPR, 2015) y también en las ideas sobre el estancamiento secular preconizadas por Larry Summers. Véase, en este sentido, Gual (2015a) para una exposición divulgativa del contraste entre estas dos visiones de la crisis y Gual (2015b) para una explicación de cómo la propia política monetaria provoca los tipos bajos y la expansión de la deuda. En este sentido véase el reciente libro de Jacques de Larosière (2018, capítulos 2 y 3).

En este sentido, la causa de la crisis no fue tanto la falta de regulación, sino la deficiente calidad de la misma. En algunos casos, de hecho, tal vez resultó insuficiente también la supervisión de las entidades financieras, al no tener las instituciones supervisoras un enfoque suficientemente global. El término global tiene aquí diversos sentidos: geográfico –entre países–, y sectorial (*shadow banking*), pero también el hecho de tener en cuenta no sólo las crisis individuales –visión prudencial– sino también los efectos sistémicos –visión macroprudencial–.

Es cierto que no es sencillo disponer de una regulación financiera sólida en un entorno de fuerte innovación financiera y globalización de los mercados de capitales. Un ejemplo nos lo proporciona el impacto de la titulización en los mercados a lo largo de los años que antecedieron a la gran crisis financiera. Se trata de un fenómeno que muestra como la innovación financiera, cuando está mal regulada y supervisada, puede expandir la liquidez del sistema de manera poco controlada y contribuir al aumento de los riesgos asumidos por el conjunto de las entidades, todo ello con escaso control por parte de los supervisores.

En cualquier caso, puede afirmarse que la regulación fue insuficiente y de mala calidad, lo que, junto con algunos fallos de supervisión, contribuyó a que de forma opaca –incluso para los propios gestores–, se originase en muchas entidades y en el conjunto del sistema un conjunto de graves excesos en cuatro dimensiones clave: la liquidez, el apalancamiento, la toma de riesgos y la transformación de plazos. Todas ellas dimensiones críticas para la estabilidad del sistema financiero.

Por último, la magnitud y duración de la crisis también se explican, en parte, por la calidad y la oportunidad de las medidas tomadas por las autoridades públicas en respuesta a la misma. Tanto en términos de política económica –monetaria y fiscal– como en términos de política regulatoria e intervenciones públicas durante la crisis –rescates bancarios, nacionalizaciones, creación de banco malo, etcétera– las medidas no siempre fueron las más acertadas en muchas de las jurisdicciones.

El restablecimiento de la normalidad económica tardó muchos años. En la zona euro, en particular, las dificultades para instrumentar medidas en respuesta a la crisis fueron mayores, pues no se disponía entonces de las herramientas apropiadas para luchar contra una crisis de estas características. Las carencias institucionales de la unión monetaria –que tenía entonces poco de Unión Bancaria y que no tenía (y no tiene aún) nada que se parezca a una unión fiscal– lastraron aún más la recuperación.

### **3. ¿Se hubiera podido evitar la crisis?**

Es indudable que de la experiencia de la gran crisis financiera y la Gran Recesión se pueden extraer lecciones útiles para el futuro. Sin embargo, ello no necesariamente significa que los

graves problemas de la pasada década se hubieran podido evitar. Como se argumenta a continuación, la dinámica de nuestras instituciones políticas y sociales, así como algunos rasgos fundamentales de la naturaleza humana hacen que sea muy difícil evitar las crisis financieras. Las lecciones que hemos aprendido, sin embargo, pueden ayudar a reducir su frecuencia y su magnitud.

### **3.1. Política monetaria**

Mantener una política monetaria independiente, orientada a asegurar la estabilidad de precios y a conseguir financiar un crecimiento sostenido y equilibrado de la economía, no es tarea sencilla.

En primer lugar, por razones políticas. A lo largo de un ciclo económico normal las presiones sobre las autoridades monetarias son recurrentes. En la fase expansiva del ciclo, cuando las rentas crecen, se dispara el gasto y la economía incurre en desequilibrios -por ejemplo de precios o de las cuentas exteriores-, es difícil que la sociedad y sus representantes políticos acepten con facilidad las medidas de restricción financiera necesarias. La visión política es, con frecuencia, de corto plazo y las medidas contractivas que debieran implementar las autoridades suelen provocar tensiones sociales y son políticamente poco aceptables.

Algo similar ocurre en relación al precio de los activos financieros, especialmente en los mercados de valores cotizados. Dicho precio responde, en parte, a la evolución real y esperada de la actividad económica y empresarial, pero en gran medida está influido también por la evolución de la política monetaria. A menudo, la tentación de las autoridades es reducir los tipos de interés para favorecer la recuperación de un mercado bursátil en dificultades. Algo así sucedió en los años anteriores a la crisis.

Pero la política monetaria orientada a la estabilidad también es difícil por razones técnicas. El propio presidente de la Fed reconoció recientemente (Powell, 2018) que no es fácil que las decisiones de política monetaria sean acertadas dada la incertidumbre sobre algunos parámetros o relaciones clave de nuestra economía que no son directamente observables. Esto es especialmente cierto en los casos del nivel de desempleo de equilibrio, el tipo de interés natural y el mecanismo de transmisión de la política monetaria a la tasa de inflación<sup>7</sup>. En el momento actual, por ejemplo, la reducción del balance de la Fed no avanza con mayor celeridad en parte por los escasos signos inflacionarios en la economía americana, y en parte por la incertidumbre sobre hasta qué punto se ha llegado ya a una situación de pleno empleo.

---

<sup>7</sup> Powell (2018) narra algunos de los principales errores históricos en política monetaria en los años setenta y ochenta.

### 3.2. Marco regulatorio y supervisor

De manera similar, el desarrollo de un marco regulatorio adecuado y de instituciones reguladoras y supervisoras potentes no está exento de dificultades, ni en su diseño ni en su implementación. Son ordenamientos legales e instituciones públicas que requieren un grado elevado de acuerdo político y social.

Durante los años previos a la crisis, los reguladores y supervisores probablemente debieron haber dispuesto de mayor poder y autonomía, naturalmente siempre rindiendo cuentas a los representantes parlamentarios. Por desgracia, este no es el diseño que regía en muchos países. Un ejemplo claro lo tenemos en la política macroprudencial, que es esencial para atemperar los ciclos macroeconómicos.

Adicionalmente, en un mundo en creciente interconexión y en el que las fronteras entre sectores son cada vez más difusas, se tenía que haber dotado a las instituciones de una visión más global, que huyera del enfoque tradicional sectorial y nacional de los reguladores.

En Europa y España, además, sufrimos las consecuencias de un sistema de regulación y supervisión que no se había modificado para adecuarse al nuevo régimen financiero que supuso la introducción de la moneda única y ello agravó las consecuencias de la crisis.

En cuanto a la calidad de la regulación, no es trivial sintetizar los principales rasgos de un sistema regulatorio que hubiese podido aguantar los embates de la crisis del 2008. Tal vez las principales características de dicho sistema debieran ser:

- Una banca adecuadamente capitalizada, en función del tipo de riesgo asumido por los distintos negocios bancarios, diferenciando entre banca minorista y banca de inversión, en particular.
- Un mayor énfasis en limitar el exceso de financiación mayorista a corto plazo, y no tanto en asegurar un determinado ratio de liquidez de las entidades.
- Una regulación de la comercialización de productos financieros que evite la adquisición de productos complejos por parte de inversores minoristas no sofisticados –o que, en cualquier caso, aumente la transparencia y facilite la comprensión de los riesgos asumidos por el inversor-.
- Un sistema de resolución bancaria que: esté orientado a prevenir las crisis de entidades individuales; se base en la asunción de pérdidas potenciales por parte de

los inversores en las entidades; y provea un mecanismo para la utilización de fondos públicos en el caso excepcional de situaciones de contagio o riesgo sistémico, de manera que se garantice el bien público que constituye la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

- Unos sistemas retributivos de los directivos de las entidades bancarias que estén ligados a los resultados a largo plazo, junto con una gobernanza de las instituciones (órganos de gobierno y políticas de control interno y riesgos) que facilite la toma de decisiones robustas y contrastadas (transparentes, debatidas y compartidas).
- Y, como norma general, un sistema regulador y supervisor basado en normativas y reglas sencillas, comprensibles y fácilmente observables. La simplicidad regulatoria es positiva puesto que no es ni viable ni positivo que el regulador y la supervisión traten de controlar cada detalle del negocio bancario. Y no se contraponen con la capacidad que debe tener el supervisor para recabar de manera intrusiva información muy granular cuando se detectan problemas, al objeto de poder intervenir una entidad, si es necesario, y adoptar decisiones rápidas y bien informadas.

En este sentido, tal vez se podría defender que con una política monetaria más conservadora y equilibrada, con mejores instituciones reguladoras y supervisoras y, en definitiva, con una mejor regulación hubiéramos podido evitar la crisis financiera del 2008. Pero seguramente ello no sería suficiente pues, como se detalla a continuación, queda sin resolver un componente esencial de la crisis: el factor humano.

### **3.3. El factor humano**

El comportamiento de las personas o agentes económicos, que lejos de ser agentes racionales, están seriamente condicionados por sus emociones, sentimientos, sesgos y errores de juicio, ha sido parte esencial y recurrente de todas las crisis financieras documentadas a lo largo de la historia. También de la gran crisis financiera de la pasada década.

El análisis de la economía del comportamiento, que ha avanzado notablemente en el último decenio, revela el fuerte papel de las emociones en la toma de decisiones de las personas y la consecuente falta de racionalidad. . Las personas sufrimos sesgos sistemáticos en nuestra apreciación de la realidad y del pasado, reciente o lejano, que nos impulsan a proyectar hacia el futuro el pasado más reciente y, de manera repetida, nos pueden hacer ser excesivamente optimistas y complacientes. Del mismo modo, en el sistema de libre mercado, y también en

otros sistemas económicos, hay siempre un lugar reservado para la ambición desmesurada, la codicia, el fraude y el engaño. Por último, las personas humanas nos dejamos fácilmente persuadir por las tendencias colectivas y el comportamiento de nuestros congéneres, tanto en los momentos de euforia y expansión, como cuando aparece el miedo y cunde el pánico, lo que lleva a que muchos inversores traten al mismo tiempo de deshacer posiciones y salir del mercado con el objetivo de limitar las pérdidas.

La existencia de estos rasgos de la naturaleza humana y las características económicas básicas de todo mercado financiero -la incertidumbre y el riesgo- nos inclinan a pensar que es muy improbable que se pueda evitar que se produzcan crisis financieras en el futuro. El objetivo debe ser, por tanto, dotarnos de un marco regulatorio y supervisor que tenga la capacidad de alertar de la acumulación de riesgos y permita limitar la magnitud de las crisis, su recurrencia y el coste que puedan suponer para el conjunto de la economía. En esta dirección han ido las reformas regulatorias de los últimos años. Es preciso que dichas reformas no impongan corsés excesivos que encarezcan en exceso la intermediación financiera y que dificulten la innovación financiera que es sana.

Es difícil evitar que las crisis financieras se repitan también por una razón adicional. A pesar de lo que se dice a menudo, no es cierto que nadie hubiera advertido de la acumulación de riesgos y del peligro inminente de una crisis financiera significativa. En Estados Unidos, por ejemplo, tenemos varios ejemplos de analistas que advirtieron de la sobrevaloración de los precios de la vivienda (Shiller, 2007) y de cómo la financiación internacional y la profundidad del mercado de capitales americano facilitaron el flujo de financiación de la burbuja inmobiliaria (Krugman, 2005). También Rajan (2005) subrayó los riesgos de la complejidad financiera en su presentación en las conferencias en Jackson Hole de ese año.

Por otro lado, es bien conocida la frase de Chuck Prince *“As long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing”* pero se conoce menos esta otra, mucho más explícita: *“At some point, the disruptive event will be so significant that instead of liquidity filling in, the liquidity will go the other way. I don’t think we’re at that point”*<sup>8</sup>. Por otra parte, Lawrence Mc Donald y Patrick Robinson (2009) narran como la *Chief Risk Officer* de *Lehman Brothers* advirtió a su *Chief Executive Officer* de los riesgos en los que estaba incurriendo su compañía, pero su opinión no fue tenida en cuenta.

En definitiva, la exuberancia de entonces beneficiaba a la práctica totalidad de la sociedad (véase, por ejemplo, la lista de beneficiarios que incluye Lo (op. cit., pág. 301)) y por lo tanto no era fácil ni política ni técnicamente introducir medidas que limitaran los excesos del ciclo financiero en los años de la expansión.

---

<sup>8</sup>Nakamoto, M and D. Whigton, 2007

## **4. Impacto de la crisis financiera**

### **4.1. En el sector bancario**

Los efectos de la crisis financiera fueron muy intensos y de gran alcance, tanto en el sector bancario como en el conjunto de la sociedad. En el sector bancario, la crisis y las medidas que se implementaron para hacerle frente han impulsado una profunda transformación del mismo. Los principales cambios han sido:

- Un aumento significativo de la intensidad y la efectividad de la regulación y de la supervisión financieras.
- Un notable redimensionamiento del sector, que ha corregido el crecimiento excesivo en los años previos.
- Un aumento del tamaño medio de las entidades bancarias. Ello resulta paradójico, pues es contrario al argumento de que la existencia de entidades demasiado grandes para dejarlas quebrar fue una de las causas de la crisis. Pero la crisis, de hecho, ha incrementado las ventajas asociadas al tamaño, en parte debido al aumento de la carga regulatoria, que exige cada día más recursos.
- Una mayor capitalización del sector bancario, que está ahora más reforzado y dispone de una mejor valoración de los riesgos. El sector es, por tanto, más robusto y puede hacer frente a potenciales turbulencias futuras en mejores condiciones.
- Un menor peso relativo del sector bancario frente a la financiación vía mercados financieros.
- Una revisión de los modelos de negocio de las entidades bancarias, como consecuencia del largo periodo de tipos de interés muy reducidos e incluso negativos. Las comisiones por servicios han ganado peso en el total de ingresos en detrimento del margen de intereses.
- Finalmente, se ha producido un fuerte deterioro de la reputación social del sector, en un contexto de graves consecuencias económicas para el conjunto de la sociedad. Para mejorar esta reputación es necesario un gran esfuerzo por parte de las propias entidades, así como una mejora del entorno regulatorio, una mayor estabilidad jurídica e institucional y una política económica general orientada a la estabilidad monetaria y financiera.

#### 4.2. En el conjunto de la sociedad

Por lo que respecta a los efectos negativos de la crisis financiera en el conjunto de la sociedad, la crisis demuestra el enorme impacto perjudicial que tienen los episodios de inestabilidad financiera.

Efectivamente, es bien sabido que la crisis financiera provocó unos largos años de recesión, un fuerte incremento de la tasa de desempleo, la implementación de políticas de reducción del gasto social para poder reducir déficits desbocados, caídas de los niveles de renta y, en definitiva, una elevada pérdida de PIB en relación a lo que hubiera acontecido si no hubiéramos tenido la crisis.

Pero es crucial también explicar que la crisis sucedió precisamente debido a lo que había pasado durante los años previos: un crecimiento excesivo de la economía, basado en la expansión de la deuda y un crecimiento del gasto (público, privado y, en algunos países, ambos) que no era sostenible.

De este modo, uno de los aspectos más negativos de la crisis es el gran vuelco que la inestabilidad económica y financiera puede provocar en las condiciones económicas y patrimoniales de muchísimos agentes económicos. El cambio de un periodo de crecimiento excesivo e insostenible a otro posterior de fuerte contracción económica, genera grandes costes, especialmente en aquellos segmentos de la sociedad menos favorecidos. Estos cambios producen grandes oscilaciones en los salarios reales y en las rentas familiares –influidas por los vaivenes en la tasa de desempleo–, en los precios de los activos –financieros e inmobiliarios–, y en el ritmo de actividad de algunos sectores –provocando expansiones desaforadas que luego conllevan contracciones brutales. Todo ello afecta a muchos agentes económicos con diversa suerte, en función de decisiones financieras adoptadas con mayor o menor criterio e información, así como de otras muchas variables fuera de su control.

De algún modo, la evolución de las preferencias y opciones políticas que hemos observado en los últimos años en muchos países occidentales –con la aparición de distintas manifestaciones populistas– puede leerse, en parte, como respuesta a los grandes sobresaltos económicos y financieros que originó la crisis financiera internacional y la gran recesión. Para muchas personas, el sistema dejó de ofrecerles expectativas favorables y un marco de protección y estabilidad. Aún hoy, muchos ciudadanos no entienden cómo su fortuna y porvenir han sido afectados tan adversamente por fuerzas fuera de su control y también, en su percepción, fuera del control de las propias autoridades económicas y políticas.

En la medida en que la inestabilidad financiera y económica genera un caldo de cultivo propicio para el desarrollo del populismo, no cabe duda de que es enormemente perjudicial para el progreso, la fortaleza y la estabilidad de las instituciones de las democracias liberales. Es decir,

la inestabilidad financiera y económica puede poner en riesgo las democracias basadas en el sistema de representación parlamentaria, en el que se respetan las minorías y se gestiona un sistema económico basado en el libre mercado, adecuadamente regulado.

## 5. Conclusiones

Como se ha explicado, los factores que ocasionaron la pasada crisis financiera son múltiples y variados. Dentro de la complejidad del fenómeno, cabe señalar dos explicaciones principales.

Por una parte, las políticas monetarias de los años previos fueron demasiado laxas durante demasiado tiempo y, en determinados países, ello coincidió también con periodos de políticas fiscales de expansión. Esta mezcla de políticas alimentó el crecimiento del crédito y, en general, el incremento de la deuda, de modo que los intermediarios financieros, empresas y familias se situaron en zona de riesgo, al comprometer escasos recursos propios, asumir una deuda excesiva persiguiendo inversiones arriesgadas y, en ocasiones, al alimentar burbujas de activos tanto financieros como reales. Esta explicación sería coherente con la visión de los ciclos recurrentes de deuda preconizada por el Banco Internacional de Pagos.

Por otra parte, las facilidades monetarias descritas coincidieron con un entorno regulatorio débil. La regulación resultó ser inadecuada, en parte por la aparición de nuevas actividades y productos financieros, pero también por no disponer de una regulación de suficiente calidad.

Hemos aprendido de la crisis, pero ello no significa que se hubiera podido evitar. La dinámica de nuestras instituciones políticas y sociales, así como algunos rasgos fundamentales de la naturaleza humana hacen que, de forma recurrente, el sistema económico experimente crisis financieras de mayor o menor magnitud. Sería bueno orientar el diseño de las políticas y las instituciones económicas de tal modo que, al menos, se atempere la tendencia del sistema a procesos de excesivo endeudamiento, inevitablemente seguidos de crisis financieras.

En este sentido, disponer de un marco regulatorio y de unas instituciones monetarias y regulatorias que cumplan esta función no es tarea sencilla, ni en lo que respecta a su diseño ni a su implementación. Por una parte, pueden existir dificultades políticas, consecuencia de las presiones que a lo largo del ciclo económico recaen sobre las autoridades. Por otra, también existen razones técnicas que lo dificultan, debido a la existencia de relaciones clave de la economía que se basan en variables que no son directamente observables, como la tasa de paro estructural.

Además, el factor humano sigue siendo un factor determinante clave. La economía, y también su sistema financiero, se basan en el juicio y las decisiones de las personas que, como agentes

económicos, distan en general de ser racionales y han contribuido con sus emociones, sentimientos, sesgos y errores de juicio a la generación de todas las crisis financieras documentadas a lo largo de la historia. Las personas sufrimos de sesgos sistemáticos en nuestra apreciación de la realidad y del pasado. Acostumbramos a proyectar hacia el futuro el pasado más reciente y solemos ser excesivamente optimistas y complacientes. También podemos tener una ambición desmedida o dejarnos llevar por comportamientos gregarios, tanto en momentos de euforia como en los de pánico. Todo ello conduce a periodos de euforia económica y financiera que son de muy difícil control por parte de las autoridades.

Como consecuencia de la crisis financiera, el sector bancario se ha reestructurado y reforzado. La crisis financiera ha tenido un impacto profundo en el sector: la intensidad y la efectividad de la regulación ha aumentado de forma sustancial; el sector se ha redimensionado conforme avanzaba el proceso de desapalancamiento y el tamaño de las entidades ha aumentado; las entidades bancarias están ahora más capitalizadas y los riesgos mejor valorados. El modelo de negocio se ha transformado para adecuarse al nuevo entorno.

El impacto en el conjunto de la economía y la sociedad ha sido, por su parte, muy negativo. La crisis financiera trajo consigo varios años de recesión, un fuerte incremento de la tasa de paro, políticas de reducción del gasto social para limitar la deuda pública, reducciones de los niveles de renta y, en definitiva, una pérdida de PIB durante muchos años.

Sin embargo, es importante recordar que la crisis sucedió, en parte, precisamente por los excesos de la situación previa, marcada por unos años de un crecimiento excesivo de la economía, basado en una expansión de la deuda y del crecimiento del gasto público y privado de forma no sostenible.

De este modo, la euforia financiera y macroeconómica, y el crecimiento descontrolado, sentaron las bases para la posterior crisis y provocaron un gran giro en la situación económica, personal y patrimonial de muchos agentes económicos: familias, empresas –grandes y pequeñas- y administraciones públicas. Los jóvenes con edad de entrar al mercado laboral en los últimos años también han sufrido las graves consecuencias de la crisis.

La inestabilidad financiera, por tanto, es enormemente perjudicial para el progreso y la fortaleza de las instituciones económicas, sociales y políticas, dado que provoca grandes oscilaciones de las rentas reales de las familias y de su riqueza, al afectar tanto a su empleo como a los precios de sus activos financieros e inmobiliarios.

En conclusión, de la crisis financiera y de la Gran Recesión de los últimos diez años se puede extraer una lección esencial para el diseño de las políticas económicas de nuestras sociedades: la necesidad de reforzar las políticas orientadas a la estabilidad financiera, tanto en el sector público como en el sector privado. El objetivo debe ser evitar repetir expansiones excesivas que

lleven a una intensa recesión posterior. Para ello es necesario diseñar instituciones monetarias, fiscales y regulatorias que fortalezcan las políticas orientadas a la estabilidad financiera tanto en el sector público como en el sector privado. El objetivo es evitar, a pesar de las presiones políticas y de las dificultades técnicas, los periodos de excesiva euforia que anteceden a las crisis financieras, cuya ocurrencia y magnitud se pretende reducir.

## Referencias

- Ball, Lawrence (2016) "The Fed and Lehman Brothers", John Hopkins University, NBER Monetary Economics Program, July.
- BIS (2016) *Annual Report*, Basel. Capítulo 1.
- BIS (2018) *Annual Report* Basel, Editorial.
- CEPR (2015), "Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates", by Bean C R, C Broda, T Ito and R Kroszner. Geneva Report on the World Economy 17, Geneva: ICMB and London: CEPR Press
- De Larosière, J. (2018) "Es 10 préjugés qui nous mènent au désastre économique et financier", Paris: Odile Jacob.
- Gual, J. (2015a) "Dos visiones de la crisis" en *La Vanguardia*, 6 de septiembre.
- Gual, J. (2015b) "La espiral de deuda y la Fed" en *La Vanguardia*, 15 de diciembre.
- Krugman, P. (2005) "Safe as Houses" en *The New York Times*, 12 August.
- Lo, Andrew W. (2012) "Reading about the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review", *Journal of Economic Literature* 50 (1) pp.151-178.
- Lo, Andrew W. (2017) "Adaptive Markets. Financial Evolution at the Speed of Thought", Princeton: Princeton University Press.
- Mc Donald, Lawrence and Patrick Robinson (2009) "A Colossal Failure of Common Sense: the inside story of the collapse of Lehman Brothers", New York: Three River Press.
- Mian, A., Sufi, A. (2015) "House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent it from Happening Again". London: The University of Chicago Press.
- Nakamoto, M. and D. Whigton, (2007) "Citigroup Chief Stays Bullish on Buyouts" en *Financial Times*, 9 July.
- Paulson, H. (2010) "On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System". New York: Hachette Book Group.
- Powell, J. (2018) "Monetary Policy in a Changing Economy", Board of Governors of the Federal Reserve System, Jackson Hole, Wyoming, 24 August.
- Rajan, R. (2005) "Has Financial Development Made the World Riskier" in *The Greenspan era: Lessons for the Future: a symposium*, Kansas City: Federal Reserve of Kansas City.
- Rajan, R. (2010) "Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy". New Jersey: Princeton University Press.
- Scott, H. (2016) "Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics". Cambridge MA: MIT Press.
- Shiller, R.J. (2007) "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", artículo presentado en Jackson Hole en Agosto de 2017.
- Tirole, Jean (2010) "Lessons from the Crisis" en Dewatripont, M. Rochet, J.-C., and J. Tirole, "Balancing the Banks". New Jersey: Princeton University Press.