



El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers se declaraba en quiebra, derribado en gran medida por su vinculación a las hipotecas *subprime*.

## Lecciones de la crisis una década después

En septiembre de 2008 la caída del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers marcaba el comienzo de una crisis financiera que dio lugar a la mayor recesión mundial en siete décadas. Diez años después tenemos una economía que crece, pero con incertidumbres y bajo la amenaza de un próximo frenazo. Aunque se han dado pasos fundamentales para fortalecer el sistema financiero, son necesarias nuevas reformas estructurales que den solidez a la economía y nos protejan de futuras tormentas.

**ELVIRA ARROYO**

✉ [elviraarroyocorralles@gmail.es](mailto:elviraarroyocorralles@gmail.es)

**E** L 15 DE SEPTIEMBRE DE 2008 Lehman Brothers se declaraba en quiebra, derribado en gran medida por su vinculación a las hipotecas *subprime* o hipotecas basura. Un día antes, Merrill Lynch era adquirido por el Banco de América y el 16 de septiembre el gigante asegurador AIG era rescatado por la Reserva Federal estadounidense. Era el comienzo “oficial” de una de las peores crisis financieras de los últimos tiempos, que se venía gestando desde 2007.

En Europa, los primeros países afectados fueron los que no pertenecían a la zona del euro, pero esta también se vería gravemente dañada más adelante. Como ha reconocido la propia Comisión Europea, la crisis mundial puso de manifiesto “los puntos débiles de la todavía joven moneda y golpeó a la zona del euro con especial dureza” (*Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria*, mayo de 2017). Los bancos se encontraban en serias dificultades tras las burbujas financieras e inmobiliarias que se habían creado en países como España y los gobiernos tuvieron que utilizar el dinero de los contribuyentes para prestarles ayuda financiera.

Al haber más gastos y menos ingresos, la deuda pública europea aumentó, pasando de menos del 70% del PIB antes de la crisis a una media del 92% en 2014 (en España este desfase ha sido aún mayor, ya que en 2007 estaba en el 35,6% del PIB y en 2018 se sitúa en el 97,72%). La disponibilidad de crédito disminuyó más de un 18% entre 2008 y 2013, lo que hundió la inversión; y el desempleo se disparó especialmente en España. La crisis financiera se convirtió en una crisis de la economía real que tuvo graves consecuencias en millones de ciudadanos y empresas.

## Otros enfoques, mismo tema



**Libro Blanco sobre el futuro de Europa y el camino a seguir. Reflexiones y escenarios para la Europa de los Veintisiete.** Comisión Europea, marzo de 2017. Expone posibles vías para afrontar retos como la globalización, la seguridad o completar la unión económica y monetaria.

► <https://goo.gl/MNBWqh>



**Informe de Estabilidad Financiera.** Banco de España, mayo de 2018. Publicación semestral que analiza los riesgos del sistema financiero español, la rentabilidad y la solvencia de las entidades de depósito españolas, tanto de forma retrospectiva como prospectiva.

► <https://goo.gl/XuH4oC>



**Perspectivas de la Economía Mundial.** Fondo Monetario Internacional (FMI). Octubre 2018 (informe completo en inglés). Análisis y proyecciones del personal técnico del FMI sobre la evolución económica a escala mundial, en grupos generales de países.

► <https://goo.gl/oTJe1u>



**Crash: Cómo una década de crisis financieras ha cambiado el mundo.** Obra de Adam Tooze. 2018. Noticia en [elcultural.com](http://cort.as).

► <http://cort.as/-BviW>



España respondió de entrada con recortes presupuestarios para reducir el gasto público, pero también tuvo que hacer una serie de reformas estructurales, todas ellas en consonancia con las recomendaciones de la Unión Europea (UE). En este contexto, se aprobó la reforma laboral, se redimensionó el sector público para reducir sus gastos y se reformó el sistema financiero español, entre otras acciones.

En la UE también se pusieron en marcha medidas para reforzar la integridad de la zona del euro. La mayoría de ellas se aprobaron en plena crisis o inmediatamente después de ella. Se creó un Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para apoyar a los Estados miembros con dificultades financieras como Chipre, Grecia y España. También se intensificó la vigilancia macroeconómica y presupuestaria con la entrada en vigor del “paquete de seis medidas”, que





reforzaba la capacidad supervisora de la Comisión Europea. A la vez, se revisó la normativa europea sobre los servicios financieros y se estableció un nuevo sistema común de resolución y supervisión bancarias.

**Diez años después.** Las políticas adoptadas como respuesta a la crisis han conducido a una economía actualmente en crecimiento. La economía europea y española han entrado en su quinto año de recuperación y se espera que continúe así hasta 2019. Las autoridades europeas destacan que la inversión está repuntando y que el empleo aumenta al ritmo más rápido desde que comenzó la crisis, pues desde principios de 2013 se han creado más de cinco millones de puestos de trabajo en la zona del euro. El paro ha alcanzado su nivel más bajo desde 2009 (9,5% en marzo de 2017) pero la evolución ha sido muy desigual. Mientras en Alemania, Países Bajos, Estonia y Austria el desempleo es muy bajo, en España y Grecia persisten tasas muy altas, especialmente entre los jóvenes. Las últimas proyecciones del Banco de España estiman que en el año 2020 España tendrá una tasa de paro inferior al 12% (ahora es del 15,2%).

La situación ha mejorado considerablemente desde la crisis, pero quedan por delante retos trascendentales para la zona del euro. “Los años de un crecimiento bajo o nulo

han creado unas importantes disparidades económicas y sociales. La crisis también ha provocado la fragmentación del sector financiero de los Estados miembros de la zona del euro”, admite la Comisión Europea.

En cuanto a España, Europa reconoce que se han hecho grandes mejoras. Los expertos de la Comisión Europea y del Banco Central

Europeo (BCE), que en octubre de 2018 han realizado una visita de supervisión a España, reiteran que nuestro crecimiento económico sigue siendo superior al de la zona euro y que el sector bancario goza en general de una posición holgada de solvencia. Sin embargo, creen que “los niveles todavía elevados de deuda interna y externa, y de desempleo, justifican medidas de política económica que aseguren un crecimiento más sostenido y logren un mayor avance de la productividad”. Consideran que España debe afianzar su proceso de consolidación fiscal, con el fin de aminorar la deuda pública de manera firme y “reconstruir los colchones fiscales necesarios para afrontar con éxito posibles perturbaciones adversas”.

Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI), al hacer balance de esta última década, advierte de la débil recuperación de algunas economías avanzadas, que presentan una deuda pública muy elevada y constantes pérdidas de productividad. En su informe *Perspectivas de la Economía Mundial*, de octubre de 2018, defiende la eficacia de las políticas macroprudenciales y de supervi-

## La emisión común de deuda europea, un debate abierto

La zona del euro es una economía tan grande como la estadounidense, pero carece de un activo seguro similar a los bonos del Tesoro de Estados Unidos. En su lugar, cada Estado miembro emite bonos variados que dan lugar a una oferta asimétrica de activos seguros. En momentos de tensión, la gran exposición de los bancos a la deuda soberana de sus países incrementa la volatilidad de los mercados y afecta seriamente al sector financiero

La Comisión Europea considera que la creación de un activo europeo seguro, como instrumento para la emisión común de deuda, reforzaría la estabilidad financiera de la zona del euro. Antes es necesario debatir cómo se puede desarrollar una deuda europea mutualizada, porque exige aclarar complejas cuestiones jurídicas, políticas e institucionales.

sión, pues se ha comprobado que los países que tenían más vulnerabilidad financiera antes de la crisis sufrieron más pérdidas.

El FMI subraya también que la crisis ha dejado otras secuelas importantes, como el descenso de la tasa de fecundidad, que reducirá la fuerza laboral futura. En España y Grecia esta tasa ha pasado de 1,5 hijos por mujer a 1,3 entre 2008 y 2016.

**Próximos retos.** Una de las lecciones que ha dejado la crisis en la UE es que es imprescindible reforzar la estabilidad financiera de la zona del euro y seguir trabajando para consolidar la unión económica.

La Comisión Europea cree que una de las prioridades para 2019 debe ser la aprobación de medidas para reducir los riesgos asumidos por los bancos. También recomienda definir una estrategia europea para los préstamos dudosos, uno de los legados más perjudiciales de la crisis.

También es primordial reconducir las divergencias económicas y sociales que existen entre los Estados miembros. Como afirmó la actual Comisión en su toma de posesión, “la crisis no habrá terminado mientras el desempleo siga siendo tan elevado; con 15,4 millones de personas sin trabajo en la zona del euro debemos servirnos de los avances ya realizados para consolidar una recuperación verdaderamente fuerte y sostenible”.

**Previsiones más moderadas.** Se espera que la economía mundial se mantenga en expansión al menos durante los dos próximos años, pero las expectativas se están reba-

### A raíz de la crisis se intensificó la vigilancia macroeconómica y presupuestaria en el seno de la Unión Europea

## La disponibilidad de crédito disminuyó más de un 18% entre 2008 y 2013, lo que hundió la inversión

### Evolución del PIB anual en la última década (Variación en %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UE-28	3,1	0,5	-4,3	2,1	1,8	-0,4	0,3	1,7	2,3	1,9	2,4
Zona euro	3,1	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,4
España	3,8	1,1	-3,6	0,01	-1	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1
China (incluye Hong Kong)	14,2	9,7	9,4	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	-
Japón	1,7	-1,1	-5,4	4,2	-0,1	1,5	2	0,4	1,4	0,9	1,7
Estados Unidos	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3

Datos actualizados en julio de 2018. Las cifras de 2017 de Estados Unidos, Japón y España son provisionales. Aún no hay datos de China en 2017.

Fuente: Eurostat / INE.

jando. El FMI ha pasado de prever un crecimiento global del 3,9% en abril de 2018 a fijarlo en un 3,7% en octubre. En Estados Unidos se ha bajado la estimación para 2019 tras el anuncio de medidas comerciales como los aranceles a las importaciones procedentes de China. Por esta misma razón, se espera que China y otras economías asiáticas experimenten una subida más débil en 2019. También se han bajado las proyecciones de crecimiento de la zona del euro y el Reino Unido, tras frenarse la actividad a comienzos de 2018.

En España, el pasado mes de octubre el Gobierno rebajó una décima la previsión de crecimiento del PIB para 2018 y 2019, situándolo en el 2,6% y 2,3%, respectivamente. En la misma línea, un mes antes el Banco de España revisaba a la baja nuestro pronóstico de crecimiento, fijándolo en el 2,6% en 2018, el 2,2% en 2019 y el 2% en 2020. Esta reducción se atribuye al principalmente al empeoramiento de las perspectivas sobre la evolución de los mercados exteriores.

A esto se suma la incertidumbre interna sobre las futuras políticas económicas en esta etapa de fragmentación parlamentaria. “Los limitados avances registrados hasta el momento en el necesario proceso de corrección del elevado endeudamiento público continúan representando un elemento relevante de vulnerabilidad. Por otro lado, es necesario retomar una agenda de reformas estructurales que impulse el potencial de crecimiento de la actividad y el empleo de la economía española”, advierte el Banco de España.

**Amenaza de recesión.** Todo apunta a que a partir de 2020 la mayoría de las economías avanzadas crecerán muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera de 2008. Este declive a medio plazo se debe al envejecimiento de la fuerza laboral y a la desaceleración del aumento de la productividad. El FMI avisa también de que, aunque las condiciones de los mercados financieros siguen siendo acomodaticias, podrían desmejorar rápi-



damente si las tensiones comerciales y las incertidumbres políticas se intensificaran.

Algunos expertos van más allá y vaticinan una próxima recesión. Philipp Bagus, profesor contratado doctor en la Universidad Rey Juan Carlos y presidente de Elementum International AG, cree que habrá una recesión fuerte causada por alguno de estos tres factores: una subida de tipos, pérdidas en el sector bancario, problemas con la deuda pública (por ejemplo, en Italia) o una combinación de los tres. Piensa que nuestro sistema económico es hoy aún más inseguro que antes de la crisis. “El endeudamiento público es mucho más alto, tenemos otra vez una burbuja inmobiliaria y la burbuja de deuda. Los tipos de interés son artificialmente bajos, incluso negativos, lo que erosiona la rentabilidad del sistema bancario. Gracias a estos tipos tan bajos, hemos creado unas “empresas zombie”, que solo sobreviven por esos tipos. Si colapsan estas empresas, tendremos un gran problema. Si caen países como Italia, va a haber una recesión muy fuerte. Parece que estamos en un callejón sin salida porque los gobiernos no hacen las reformas necesarias e incluso van en la dirección contraria, como España.”

Al haber más gastos y menos ingresos la deuda pública europea aumentó, pasando del 70% del PIB antes de la crisis a una media del 92% en 2014.



Una de las lecciones que ha dejado la crisis en la UE es que es imprescindible reforzar la estabilidad financiera de la zona del euro

## Nuevos instrumentos de la Unión Económica y Monetaria tras la crisis

**L**a experiencia de la crisis ha llevado a implantar nuevas medidas de refuerzo en la UE, con actuaciones en cuatro áreas.

### UNIÓN ECONÓMICA

- ▶ Mayor coordinación de las políticas económicas y presupuestarias en el marco del Semestre Europeo.
- ▶ Procedimiento para detectar y corregir los desequilibrios macroeconómicos.
- ▶ Mayor énfasis en las prioridades de la zona del euro.
- ▶ Consejos nacionales para seguir la evolución de la productividad.
- ▶ Pilar europeo de derechos sociales.

### UNIÓN FINANCIERA

- ▶ Supervisión más estricta de las entidades y mercados financieros.
- ▶ Protección de los depósitos hasta 100.000 euros.
- ▶ Mayor reducción de riesgos en el sector bancario.
- ▶ Más posibilidades de financiación para las empresas a través de los mercados de capitales.
- ▶ Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.

### UNIÓN PRESUPUESTARIA

- ▶ Convergencia de varios fondos de rescate en el Mecanismo Europeo de Estabilidad.
- ▶ Más vigilancia de los presupuestos anuales y mayor énfasis en la evolución de la deuda.
- ▶ Consejo Fiscal Europeo.
- ▶ Simplificar las normas presupuestarias.

### RENDICIÓN DE CUENTAS DEMOCRÁTICA E INSTITUCIONES MÁS FUERTES:

- ▶ Intensificación del diálogo con el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales.
- ▶ Nuevo inicio del diálogo social en la UE.
- ▶ Reforzar la representación exterior en las instituciones internacionales.

En azul claro: Medidas adoptadas durante la crisis o inmediatamente después y vigentes.

En azul oscuro: Decisiones recientes o en curso tras el Informe de los Cinco Presidentes (2015).

Fuente: Documento de Reflexión sobre la Profundización de la Unión Económica y Monetaria. Comisión Europea. 31 de mayo de 2017.

## Previsiones de crecimiento económico según el FMI (%)

	2017	2018	2019
Zona euro	2,4	2,0	1,9
España	3,0	2,7	2,2
Alemania	2,9	1,9	1,9
Italia	1,5	1,2	1,00
Francia	2,3	1,6	1,6
Reino Unido	1,7	1,4	1,5
Estados Unidos	2,2	2,9	2,5
China	6,9	6,6	6,2
Japón	1,7	1,1	0,9

Fuente: FMI. Octubre 2018.

Las políticas adoptadas como respuesta a la crisis condujeron a una economía en crecimiento. La economía española ha entrado en su quinto año de recuperación.



Por otro lado, la firma MdF Family Partners, especializada en la gestión de altos patrimonios familiares, en su publicación anual *House View 2018*, recomienda a sus clientes preparar sus carteras de inversión para un cambio de ciclo económico a nivel global. Aunque la economía disfruta hoy de un entorno ideal y, por primera vez desde 2010, el crecimiento de todos los países de la OCDE es positivo, “existe un riesgo elevado de que antes de 2020 la economía de Estados Unidos entre en recesión”, afirman. ●



**CASIMIRO GARCÍA-ABADILLO,**  
director del diario *El Independiente*

<http://www.elindependiente.com>  
✉ [cga@elindependiente.com](mailto:cga@elindependiente.com)  
🐦 [@garcia\\_abadillo](https://twitter.com/garcia_abadillo)

## Lehman Brothers, la nueva era de los tsunamis financieros

La caída hace poco más de diez años del banco de inversión Lehman Brothers provocó una crisis de las que, según el que fuera entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, “solo se producen una vez cada siglo”.

Lehman Brothers, con 150 años de historia, era un banco prestigioso, que dos años antes había sido galardonado por la revista *Fortune* y que figuraba entre los valores más apreciados de las agencias de *rating* a principios de 2008, tan solo unos meses antes de su quiebra. Pero no era un banco excesivamente grande. Su balance recogía unos activos de 639.000 millones de dólares (menos de la mitad del tamaño del Banco de Santander, por ejemplo), pero su derrumbe tuvo enormes repercusiones en todo el sistema financiero mundial y, consecuentemente, en todas las economías de los países desarrollados, fundamentalmente Estados Unidos y Europa.

El colapso de Lehman Brothers viralizó la falta de confianza en el sistema bancario a escala global. De repente, los inversores y los bancos centrales fueron conscientes de que los sistemas de detección de riesgos habían fallado estrepitosamente. Los sofisticados productos derivados que vendían los bancos escondían, entre otras desagradables sorpresas, hipotecas que no se podían pagar, porque muchos de los que las habían solicitado eran personas sin ingresos, ni ahorros, ni activos con los que hacerles frente (los famosos *Ninja* por sus siglas en inglés).

Lo que desató la Gran Recesión (como se la llamó para distinguirla de la Gran Depresión de 1929) fue por tanto la desconfianza global en la sanidad de los bancos. La Reserva Federal intentó vender Lehman a Bank of America, pero su presidente, Ken Lewis, rechazó la oferta. Posteriormente, ninguno de los grandes bancos americanos (ni Goldman Sachs, ni Morgan Stanley, ni JP Morgan, ni Citigroup) aceptó la oferta del Tesoro para hacerse cargo de un muerto que podía arrastrarles a la tumba.

La desconfianza no se limitó a los bancos, sino que afectó a todos los valores cotizados: durante los últimos meses de 2008 (la quiebra de Lehman se produjo en la madrugada del 14 al 15 de septiembre) las grandes bolsas mundiales perdieron el 40% de su capitalización.

Los bancos centrales acabaron inyectando miles de millones en el sector financiero para evitar un *default* en cadena de los grandes bancos. Pero las repercusiones de la caída de Lehman se prolongaron en el tiempo. Su efecto más dramático en España fue la intervención de Bankia por el Banco de España en mayo de 2010.

El batacazo de Lehman (antes habían caído otros, como Bear Stearns, en Estados Unidos) se produce en un contexto de bajos tipos de interés, en el que las entidades financieras buscaban inversiones de riesgo

para obtener una rentabilidad que ya no proporcionaba el negocio típico bancario: dar créditos y financiarlos con depósitos, obteniendo un margen financiero entre los tipos activos y pasivos.

Así se creó una burbuja cuyo estallido se llevó por delante el crecimiento económico mundial y, de paso, millones de empleos.

La caída de Lehman no solo provocó una recesión sin precedentes, sino que puso las bases del resurgir del populismo político.

El debate sobre la desigualdad, las puertas giratorias, el capitalismo de amiguetes, se reforzó con la recesión provocada por la quiebra de Lehman Brothers. Hablamos no solo de populismos de izquierda (en España Podemos, o Syriza en Grecia), sino también de derechas: ascensión del Frente Nacional en Francia, de la Liga Norte o del Movimiento Cinco Estrellas en Italia, o del neonazi AfD en Alemania.

En definitiva, el triunfo de Donald Trump en Estados Unidos o del Brexit en Reino Unido, están íntimamente ligados a la reacción anti sistema que se produjo como consecuencia de la durísima crisis económica que se prolongó desde 2008 hasta bien entrado 2013.

¿Ha pasado ya el peligro? ¿Han tomado nota las autoridades y los líderes políticos? Me temo que no.

Es cierto que ahora los bancos están más capitalizados y que la instauración de los llamados test de estrés por parte del BCE ha mejorado el conocimiento sobre la solvencia de las instituciones financieras.

Sin embargo, los elementos que conformaron el germen de la crisis siguen ahí. El contexto de tipos bajos ha vuelto a resucitar el sector inmobiliario, que, poco a poco, va gestando una nueva burbuja. Las redes sociales se han convertido en protagonistas de la transmisión de información (sea verdadera o falsa). Su impacto en la vida política es evidente, pero también lo es en la vida económica.

Nadie ha reparado aún en el significado de la caída del Banco Popular, una entidad que, según el Banco de España y los supervisores europeos, era solvente. ¿Cómo es posible que una crisis de liquidez pueda hacer caer a un banco? ¿No debería ser el Banco Central Europeo un prestamista de última instancia para evitar ese riesgo?

¿Cómo hará frente una entidad sólida a un ataque programado y organizado desde las redes sociales que ponga en cuestión su solvencia?

Esas preguntas todavía no tienen respuesta.

Pero, además, la situación general es ahora más grave que cuando se produjo el colapso de Lehman. No solo porque los populismos han generado ya guerras comerciales que afectarán al comercio mundial y, por tanto, al crecimiento económico, sino, sobre todo, porque los Estados están mucho más endeudados que hace diez años. En concreto, en España la deuda pública se ha triplicado desde entonces.

¿Cuántos Estados pasarían con nota un test de estrés si se les sometiera a escenarios tan duros como a los que se somete a los bancos?

Algunos expertos como Nouriel Roubini o bancos reputados como JP Morgan auguran una nueva crisis financiera para 2020. Pero nadie se atreve a vaticinar con qué profundidad afectará a la economía mundial. Lo que nos ha enseñado la globalización (financiera y económica) es que las crisis cíclicas del capitalismo ya no son simples correcciones de precios, ajustes necesarios. Lo que ocurrió en 2008 fue la primera señal de una nueva era en la que los ciclos pasan de ser olas gigantes a verdaderos tsunamis.

**«La caída de Lehman no sólo provocó una recesión sin precedentes, sino que puso las bases del resurgir del populismo político»**

**“Los evasores corren siempre más deprisa que los burócratas”**

