



De izqda. a dcha.: Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB-UCM; Mercedes Cobo, redactora del semanario; José García Abad, director de EL NUEVO LUNES; David Cano, director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI; y Juan Iranzo, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED).

La quiebra del cuarto mayor banco de inversión del mundo provocó un derrumbe financiero mundial que hizo tambalearse a los bancos de todo el planeta y desató el caos en Wall Street. Diez años después, los expertos que han participado en Los Desayunos de EL NUEVO LUNES, reconocen que algo “hemos aprendido y que estamos mejor preparados” pero que se ha salido de

la crisis “a base de unos tipos de interés anormalmente bajos durante mucho tiempo y eso ha creado un incentivo al endeudamiento”, y advierten de la necesidad de estar atentos a la evolución de la economía para no volver a cometer los errores del pasado y aprovechar la época de bonanza para prepararnos ante una posible crisis.

dinero y quiebran, y eso hace que todo el sistema se venga abajo”.

El experto se pregunta si eso puede ocurrir hoy en día y comenta que “en situaciones extremas podría ocurrir pero hemos aprendido bastante para identificar ese riesgo de contraparte y tomar las medidas necesarias”. Marín incide en que fue un error grave dejar caer a una entidad de esa masa crítica y con tanta incidencia en el riesgo sistémico por un problema de liquidez, “error que ahora no se volvería a cometer”.

En cuanto a qué se ha hecho en términos de regulación, señala que “la regulación ha reconocido que a base de modelos y de asignación de fondos propios para la cobertura de determinados riesgos, al final es imposible cubrirlo todo, y la solución ha sido capitalizarse, los bancos tienen que tener capital muy por encima de las necesidades previsibles. Algunos analistas dicen que para evitar crisis bancarias los bancos deberían estar capitalizados por encima del 30%, lo cual convertiría a la banca en una actividad semipública, no habría incentivos privados para llevar una actividad con esos volúmenes y el crédito sería carísimo, de ahí iniciativas como la del dinero soberano, para evitar eso lo que se puede hacer es en lugar de sostener a un sistema bancario costoso y difícil que tiene el monopolio de la creación de dinero, hagamos que los bancos centrales sean los que creen dinero y de esa forma se evita cualquier riesgo de crisis, lo cual tiene otras consecuencias sobre el crecimiento, la generación de crédito, etc.”.

Para Marín, “no hay una receta fácil para salir de esto, lo más preocupante de este nuevo modelo que se ha ido generando es el impacto macroeconómico, se ha salido de la crisis pero a base de unos tipos de interés anormalmente bajos durante mucho tiempo y eso ha creado un incentivo al endeudamiento, y un efecto perverso sobre la asignación de recursos. Cuando no cuesta endeudarse se toman decisiones de inversión que posiblemente no sean las mejores porque no se asigna un dinero al tiempo, y eso lo estamos viendo en la gestión de la propia política monetaria. Incluso EEUU está llevando a cabo una política más ortodoxa que Europa, está teniendo grandes dificultades en reducir el exceso del balance de su banco central, por una parte y por otra es preocupante que la curva de tipos muestre una tendencia tan plana, lo cual significa que hay un exce-

Los expertos coinciden en que fue un error dejar caer a una entidad de esa masa crítica y con tanta incidencia en el riesgo sistémico

Lección de Lehman Brothers: más regulación y reformas estructurales

■ Mercedes Cobo

Se acaban de cumplir 10 años de la caída Lehman Brothers, la mayor quiebra de la historia con 613.000 millones de dólares, que estuvo a punto de llevarse por delante a la economía mundial. El colapso del banco de inversiones estadounidense fue la primera gran caída de un banco desde 1990, y supuso una grave quiebra de la confianza en la solvencia y solidez de las entidades financieras, y también de las gestoras. Qué hemos aprendido y qué queda por hacer son las preguntas que han intentado responder los expertos que han participado en los Desayunos de El Nuevo Lunes.

“Hemos aprendido muy poco, en gran medida estamos cometiendo los mismos errores. La crisis financiera que se lleva por delante a Lehman Brothers se debió a un error de mercado, la información sobre los productos financieros era asimétrica y existía una enorme asimetría entre los emisores, los colocadores y los bancos centrales. La información de los mercados para que sea transparentes tiene que ser veraz, concreta y puntual, no se ha mejorado mucho pero sí se ha avanzado”, explica **Juan Iranzo, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED)**.

Añade que “hay grandes fallos del sector público que no han mejorado sustancialmente”, por una lado “fue una crisis de supervisión porque estaba prohibido que los bancos de inversión tuvieran cualquier

relación entre los gestores de fondos y los que colocaban emisiones, muchos bancos de inversión se saltaron esa prohibición y colocaron los productos que tenían que colocar en el mercado en la cartera de sus clientes, y eso no se ha resuelto. Por otro lado, uno de los grandes errores, en el que ahora seguimos, es que el mundo no puede funcionar con tipos reales negativos, salvo la Reserva Federal, seguimos en esa situación. El problema que generan es que el nominal esté por debajo de la inflación, esto favorece el sobre endeudamiento, penaliza el ahorro, y lleva a tomar más riesgo para obtener un poco más de rentabilidad”.

Apunta que “ha habido grandes errores de la razón, no es sostenible ningún modelo que se base en la revalorización permanente de activos, y eso no se ha mejorado

mucho. Tampoco hemos superado otro de los errores, aunque hayamos mejorado, que es que el riesgo existe. Hemos aprendido algo en la gestión del riesgo a nivel de entidades financieras pero en políticas económicas no hemos aprendido mucho porque no hemos llevado a cabo grandes reformas estructurales para modernizar la economía mundial salvo quizá en EEUU. Si se ha aprendido que el riesgo sistémico es más importante que el riesgo moral, por tanto dejar caer una gran entidad genera muchos más problemas que no dejarla caer, hay que entender que los bancos siempre pueden quebrar, y si se capitaliza mucho un banco se destruye el crédito y no se resuelve si en algún momento tiene graves problemas”.

Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB-UCM cree “que algo se ha

aprendido y estamos bastante mejor equipados que frente a la crisis de Lehman Brothers. Hemos aprendido que existe como factor fundamental el riesgo sistémico y el riesgo de contraparte, en esa época se tenía una confianza plena en que el sistema se autorregulaba”.

Explica que el origen de la crisis fue “la confianza ciega en que los activos estaban garantizados por CDS que a su vez dependían de derivados basados en la hipótesis de que los tipos de interés a corto no puede subir más allá de un 3%, estaban a 0,5%, el problema fue que cuando estalló la crisis de confianza suben rápidamente los tipos de interés a corto por encima de ese 3%, y las grandes aseguradoras, que tienen que aportar más colateral por los contratos que tenían de CDS, no pueden, en el mercado nadie les da

J. Iranzo: “No es sostenible ningún modelo que se base en la revalorización permanente de activos y eso no se ha mejorado mucho”

“Hay que garantizar la sostenibilidad de una serie de procesos fundamentales como la sanidad y las pensiones”





so de liquidez que todavía no ha sido drenado”.

David Cano, director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI, señala que hemos aprendido que los bancos son entidades sistémicas y no se les puede dejar quebrar. “Las autoridades han aprendido como evitar que un banco quiebre y es poniendo capital, las implicaciones negativas es que no dan crédito, estamos aprendiendo a como asumir los riesgos otros agentes, los riesgos los tendremos que asumir las familias, u otros agentes, y mientras tanto los están asumiendo los bancos centrales”.

Indica que también hemos aprendido que la política monetaria tiene una capacidad de alcance superior. “Los bancos centrales no sólo sirven para evitar la inflación sino para evitar los impactos negativos de las crisis financieras”. Por otro lado, reconoce que en la estructura económica mundial ahora es más difícil hacer predicciones porque hay nuevos agentes y uno de ellos es la tecnología.

En cuanto al endeudamiento público, señaló que lo importante es “reducir la deuda para tener margen de actuación en política fiscal ante una próxima crisis”.

Para **José Luis Martínez Campuzano, portavoz de la Asociación Española de Banca (AEB),** “la caída de Lehman fue el exponente de la crisis financiera gestada durante la década anterior. Una crisis con tres características: internacional, con niveles de deuda total altos desde una perspectiva histórica y que llevó a un deterioro de la confianza de la sociedad”.

En su opinión, “los bancos se han reforzado, ahora cuentan con más capital y liquidez, y han llevado a cabo cambios profundos en su gobernanza y en su responsabilidad social bajo una regulación y supervisión estrictas. Pero el sector financiero no bancario ha crecido con fuerza durante la crisis, favorecido por las medidas monetarias expansivas extraordinarias y extremas de los bancos centrales. Además, la deuda mundial ha seguido creciendo en la última década y una elevada incertidumbre geopolítica se ha convertido en la nueva normalidad”.

El experto señala que “es importante que se mantenga la coordinación internacional que resultó reforzada tras la crisis. También es relevante que nuestras autoridades valoren las vulnerabilidades derivadas del sector financiero no bancario, bajo la premisa de que la regulación y supervisión deben centrarse en la actividad y no tanto en el sector que la desarrolla”.

Indica que “es imprescindible que los bancos centrales tengan una estrategia clara de normalización monetaria que evite las distorsiones y excesos que puede desencadenar una política monetaria excesivamente acomodaticia durante demasiado tiempo”.

Política monetaria

Por su parte, Juan Irazo Irazo manifestó sus dudas con respecto a la política monetaria, indicó que es buena para luchar contra la infla-

David Cano: “Lo importante es reducir la deuda para tener margen de actuación en política fiscal ante una próxima crisis”

“Los bancos centrales no sólo sirven para evitar la inflación, sino para evitar los impactos negativos de las crisis financieras”

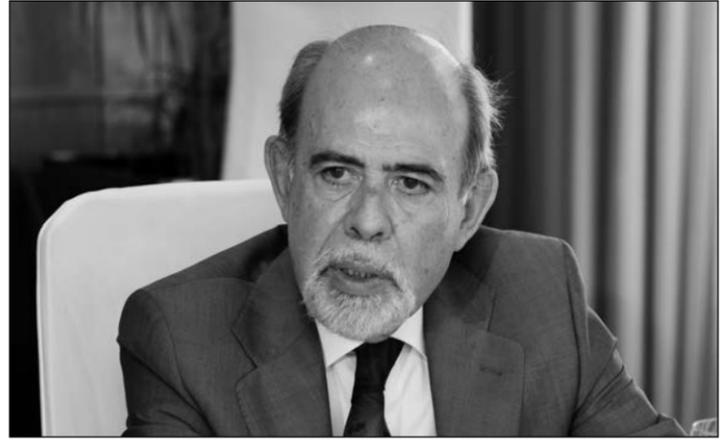
ción pero dudó de si “sirve para impulsar la economía o genera más efectos perversos como son los tipos, favorece el sobreendeudamiento y una mala asignación de recursos, y además se penaliza el ahorro que es importante para favorecer la inversión. No creo que la política monetaria en general sirva para impulsar la economía, sin embargo creo en las reformas estructurales y en la moderación de la estructura productiva”. Se mostró de acuerdo con David Cano en que las tecnologías de información y comunicación “son fundamentales y además con bajas inversiones”.

Marín Arrese opina que “el dinero soberano teóricamente puede funcionar, salvo al escepticismo que

se tiene a la capacidad de cualquier autoridad de los bancos centrales de saber cuánto dinero adicional hay que inyectar en el sistema. Otra forma es el propio sistema, el que va generando por la demanda de crédito dinero nuevo. En el modelo soberano sería la autoridad monetaria la que estimaría el dinero necesario. En cuanto a cómo se reparte, hay dos teorías, una es que se reparte entre todos los ciudadanos, a partes iguales, o bien se asigna todo al Estado y de esa forma se pagarían menos impuestos para cubrir las necesidades”. Para Marín Arrese es un futuro porque considera que hay un problema fundamental y es que toda decisión discrecional de creación de dinero puede equivocarse.

Se mostró de acuerdo con Irazo en que se ha hecho muy poco en materia de reformas estructurales. Aunque reconoce que es muy difícil hacerlo, “primero porque a diferencia de otras grandes políticas, la política estructural no es unitaria, cada país es un mundo y tiene enormes dificultades, y políticamente es muy costoso. Es cierto que se ha avanzado poco porque ha habido ese regalo inesperado de los bancos centrales que al asumir toda la generación de pasivos públicos y al reducir el coste de endeudamiento han permitido una situación de cierta tranquilidad en los tesoros públicos, es cierto que se están haciendo reducciones significativas en los déficits públicos pero tal vez no con la intensidad que debieran hacerse”.

Se refirió a los presupuestos y dijo que no han sido suficientemente ambiciosos en materia de déficit público. “Somos el país con mayor déficit de la zona euro, y eso se puede volver en contra en caso de un cambio de coyuntura y es algo que no se toma en serio por parte de ningún gobierno, es una lástima que estemos hablando de más necesidades de cobertura de gasto pero sin tener en cuenta que las cuentas tienen que cuadrar, que hay que



Juan Pedro Marín: “Los bancos tienen que tener capital muy por encima de las necesidades previsibles”

“Somos el país con mayor déficit de la zona euro y eso se puede volver en contra en caso de un cambio de coyuntura”

reducir ese déficit lo antes posible, y que sobre todo hay que reducir sensiblemente el endeudamiento, tenemos que ir a una senda de superávit lo antes posible, lo está consiguiendo Grecia por qué no lo íbamos a conseguir nosotros, ese será el primer motivo de preocupación porque de momento estamos salvados por el BCE, pero en el futuro hay que estar vigilantes”.

David Cano coincidió con Marín en que no sólo hay que reducir el déficit sino que habría que ir a por superávit para reducir la deuda, “y más con un crecimiento de la economía del 3%, y con riesgos demográficos por delante serios que obligarán a tener visión a largo plazo”.

En cuanto a la política monetaria

José Luis Martínez Campuzano: “La deuda mundial ha seguido creciendo en la última década y una elevada incertidumbre geopolítica se ha convertido en la nueva normalidad”

“Es imprescindible que los bancos centrales tengan una estrategia clara de normalización monetaria”

compartió la idea de que se debería estar retirando. “Creo que la Fed debería tener tipos en el orden del 3 o el 4%, creo que aquí el BCE va a parar de comprar bonos en diciembre pero tenía que haberlo hecho antes”.

En cuanto a los países emergentes, señaló que “las políticas monetarias no convencionales han tenido efectos de distorsión sobre el ahorro, sobre los mercados, pero sobre todo sobre las economías de los países emergentes porque el flujo de capital se ha ido hacia las economías emergentes y ahora está volviendo. Los países que están sufriendo más son aquellos con déficit por cuenta corriente, como Argentina, porque la herencia ha sido un desastre, aunque va por buen camino. En el caso de Turquía, que tiene déficit por cuenta corriente, no puede enfrentarse a EEUU. En el otro extremo está México, últimamente no está sufriendo el peso mexicano, no está sufriendo la bolsa, y esto se debe a la llegada de Andrés Manuel López Obrador.

En cuanto a Europa, si se compara la situación con EEUU, hoy su PIB es un 15% superior a antes de la crisis y Europa está ahí, por tanto es una década perdida. En Europa no estamos siendo capaces de tener el dinamismo de otras economías como EEUU, esta rigidez puede ser estructural, los países que forman el área euro son distintos, tienen ciclos económicos distintos, estructuras distintas y el diseño de la Unión Monetaria Europea no estaba adaptado”.

Se mostró escéptico en cuanto a las criptomonedas y afirmó que “es la tecnología la que nos va a mover” aunque en Europa todavía haya dudas, “las compañías tecnológicas que han crecido son las de EEUU o China”.

Juan Irazo insistió en la necesidad de reformas estructurales, en su opinión, imprescindibles en un mundo global e interconectado con las tecnologías de comunicación e información. Para Irazo hay que quitar costes de transacción “que no sirven para nada, y romper las rentas de monopolio u oligopolio e introducir competencia, hay que mejorar la productividad y la eficiencia en los mercados porque beneficia el crecimiento y la creación de empleo, y hay que garantizar la sostenibilidad de una serie de procesos fundamentales como la sanidad y las pensiones, esas serían las reformas estructurales que habría que plantear”.

Para concluir, Juan Pedro Marín, volviendo a Lehman Brothers, señaló que si algo se ha aprendido es que “es difícil que ahora ocurra lo que en su día fue un desastre por mala gestión y mala visión de cómo iba a reaccionar el sistema financiero, pero todavía quedan muchas incógnitas por despejar y eso es lo que estamos aprendiendo, como salir”.

Por su parte Juan Irazo insistió en que hemos aprendido que hay entidades sistémicas y que hay que aprovechar las tecnologías para mejorar la eficiencia de todos los mercados.



España: desaceleración, pero no crisis

■ “Hemos aprendido que las crisis no son eternas, pero tampoco lo son las expansiones y España lleva creciendo 5 años consecutivos al 3%, en cierto modo por los vientos de cola pero también porque hemos sabido aprovechar un euro débil, unos tipos bajos y un petróleo barato y eso se ha acabado, y el turismo que había sido un motor, está agotado, la economía española se está desacelerando, afirma **David Cano**. “Sin ser alarmista”, Cano señala la necesidad de estar atentos a la evolución de la economía para no volver a cometer los

errores del pasado y “aprovechar la época de bonanza para prepararnos para cuando venga la crisis, no sabemos cuándo ni de qué intensidad”.

A juicio de **Juan Irazo**, “un asunto fundamental para la crisis de un país es el déficit en la balanza por cuenta corriente que en España no se produce. Cuando en España llegamos a tener un déficit del 10% del PIB era predecible que esto se hundía, ahora tenemos superávit en la balanza por cuenta corriente y eso es una garantía de sostenibilidad”, reconoce que se está

desacelerando la economía pero indica que se está creando empleo, “seguimos recibiendo turistas, y por tanto, hay desaceleración pero no crisis y mucho menos recesión”.

En opinión de **Juan Pedro Marín Arrese**, “es cierto que estamos en una fase de menor crecimiento pero estamos creciendo más que otros países de nuestro entorno que sí tienen un problema más estructural de crecimiento. Es un ajuste típico y lógico que no debería preocupar de momento demasiado, aunque es cierto que en una

situación así hubiera sido muy deseable que desde hace tiempo se hubiera tomado más en serio la conciliación fiscal. Se han hecho esfuerzos, son evidentes, pero más por el propio crecimiento y no por medidas proactivas para reducir el déficit. Marín indica que es una “situación difícil no sólo por falta de voluntad del Gobierno, sino por la propia configuración parlamentaria que hace muy difícil que se lleve a cabo una política racional de reducción de costes innecesarios, de introducción de mayores dosis de competencia, etc.”