

Una historia arriesgada que siempre se repite

Raimundo Ortega

Miguel Córdoba Bueno

Historia de los productos financieros (Neolítico-2016)

Madrid, Kindle, 2018 656 pp. 18,30 pp. [COMPRAR ESTE LIBRO](#)

<https://amzn.to/2FgMfIK> rel="nofollow" target="_blank">COMPRAR ESTE LIBRO

El libro que ahora se reseña tuvo que sortear algún obstáculo serio antes de su publicación, habida cuenta de su extensión (trescientas sesenta mil palabras). Al final, *Historia de los productos financieros* ha aparecido bajo el sello de la editorial Kindle, propiedad de Amazon, para la cual la extensión no supone problema alguno[1].

Dicho esto, y por si algún lector pudiera desconfiar de la capacidad del autor para enfrentarse a tan enciclopédico empeño, permítaseme una presentación muy escueta de su experiencia y cualificaciones académicas contrastadas: ¡en estos tiempos, toda precaución en este punto es poca! Miguel Córdoba trabajó durante treinta y cuatro años en uno de los mayores bancos españoles y recorrió los departamentos de Operaciones, Banca de Inversiones, Bolsa y Dirección Financiera, simultaneando ese quehacer profesional con la docencia en dos centros universitarios madrileños: como profesor de Matemáticas y Teoría de la Decisión, así como de Modelos para Análisis Financiero, en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad CEU-San Pablo, y de Gestión Bancaria en la Universidad Carlos III. Sobre esas cuestiones tiene publicados varios tratados, además de otros sobre temas más concretos, tales como los mercados de renta fija, las *stock options* o estrategias corporativas como las OPA.

En su Introducción, el autor anuncia que su libro, «necesariamente breve» (1618 páginas de texto y veintiséis de bibliografía e índices!) se propone describir la evolución de los productos financieros desde el origen de la civilización hasta nuestros días. Tan monumental objetivo se organiza en once capítulos que comienzan señalando el intercambio de productos agrícolas por hachas de bronce y el préstamo de semillas de siembra en el Neolítico, documentado mediante tablillas de arcilla, y la aparición del tipo de interés en la antigua Babilonia, así como la del dinero en Grecia (año 2000 a. C.). No menos frecuentes fueron en esos tiempos la utilización de esclavos como activos de renta susceptibles de ser alquilados a terceros o empleados como garantía del pago de una deuda. China inventó el papel moneda a finales del siglo x d. C. y, curiosamente, los iraníes consideraban ya a mediados del siglo v a. C. que recibir interés por un préstamo no era de recibo para un hombre honorable, inaugurando así una larga controversia religiosa que todavía sigue viva y que, según nos informa el autor, en la Edad Media provocó duros enfrentamientos entre los papas y los monarcas católicos, pues la excomuniones desde Roma atemorizaban a los prestamistas más o menos usureros –judíos en buen número– que necesitaban los segundos para financiar sus continuas guerras.

Ya en estas primeras páginas aparece uno de los rasgos básicos de esta larga historia: a saber, la íntima relación entre la aparición de los instrumentos financieros, las instituciones que los utilizaban y los mercados en que se intercambiaban. Por ejemplo, la deuda pública para financiar las empresas de las repúblicas italianas (Venecia en 1171, por ejemplo, y Génova y Florencia poco después) provocó rápidamente la aparición de los mercados en que aquella se negociaba, al tiempo que surgían los métodos para comparar diferentes contratos financieros mediante lo que hoy conocemos como valor actual. Se iniciaba así, como acertadamente señala el autor, el desarrollo de los instrumentos del capitalismo financiero: depósitos bancarios, reparto de beneficios en sociedades de inversión, cálculo del precio de bienes y monedas empleados en el tráfico mercantil, rentas financieras, acciones de responsabilidad limitada. No menos trascendentes fueron los descubrimientos españoles y portugueses para la historia económica y financiera del entonces mundo civilizado, sobre todo por la explotación de nuevas fuentes de metales, oro y, sobre todo, plata, que originó un incremento de dinero circulante y una subida de los precios en Europa. Las crisis que ello provocó en la España Imperial de Carlos V y sus inmediatos sucesores son de sobra conocidas en nuestra historiografía monetaria y financiera. Pero, como documenta atinadamente nuestro autor, fue la consolidación de los Estados nacionales y sus afanes expansionistas lo que explica el auge del comercio tanto hacia el lejano Oriente como el dirigido al recientemente descubierto Occidente. Nacen así las Compañías de Indias, el principio de la responsabilidad limitada al capital aportado, las ofertas públicas de adquisición de acciones, los primeros bancos nacionales (el antecesor privado del sueco realizó en 1661 la primera emisión de papel moneda en Europa), los sistemas de cheques (¡hoy prácticamente desaparecidos!) y las transferencias entre cuentas. Se formula también la conocida «ley de Gresham» (por el nombre del agente financiero de la reina Isabel I de Inglaterra), que explica cómo la moneda mala expulsa siempre a la buena del sistema financiero.

La economía financiera había hecho su aparición y su evolución era imparable, pues facilitaba un desarrollo imposible de imaginar hasta entonces, aunque también escondía un campo de minas que hacía estallar periódicamente riesgos imprevistos y provocaba incertidumbres generalizadas que socavaban los cimientos del progreso alcanzado. Productos como los contratos de futuros sobre bulbos de tulipanes en los Países Bajos, los del arroz en Japón, la Deuda Pública inglesa, los bonos colateralizados con materias primas en la Guerra de Secesión americana o los márgenes y garantías en las operaciones bursátiles, entre otras «innovaciones», fueron apareciendo desde mediados del siglo XVI hasta principios del XX, cuando comienza «La Mayoría de Edad, 1900-1971» de esta dilatada historia narrada con precisión por el autor. La crisis de 1929, la inflación desbocada en Alemania, la desaparición del Patrón-Oro, la oleada especulativa que origina el *crack* de 1987 o la crisis de los países emergentes que no tenían la suerte de producir petróleo (que fue el origen de las permutas de parte de la deuda por ellos contraída por inversiones directas en capital de empresas de los mismos, formalizadas en los *debt-equity swaps* utilizados en México y Chile) van desfilando ante nuestros ojos. Se nos instruye igualmente sobre los *Bonos Brady*; estos bonos diversificaban entre un conjunto amplio de inversores las tenencias de deudas acumuladas en un reducido número de bancos que, en lugar de diversificar sus riesgos, se olvidaron del sabio consejo según el cual «la avaricia rompe el saco». Comenzó de esta forma una «inflación» incontrolada de instrumentos financieros -minuciosamente

descritos en este libro- que ni sus protagonistas, ni los organismos públicos teóricamente encargados de su regulación y supervisión, llevaron a cabo con diligencia y firmeza. Es más, como bien se describe en el apartado del noveno capítulo titulado «Los productos subvencionados y bonificados» (pp. 434-436), la ceguera intervencionista de alguna que otra Administración Pública -como la española, sin ir más lejos- facilitó sustanciosos beneficios a los «ingeniosos» especuladores privados.

Los dos capítulos finales ponen el foco en la primera década del nuevo milenio, escenario de dos grandes crisis financieras perfectamente documentadas en 163 páginas que no sólo describen la historia de los productos financieros, sino que también relatan su incontrolado crecimiento (titulación de activos, la ilusionista política calificada como creación de valor para el accionista, el espejismo de las «punto.com», el enredo de los productos derivados y estructurados y la ingeniería de las *subprime*). En resumen, la inflación de riesgos que no supieron aquilatar quienes los originaron y lanzaron al mercado, ni mucho menos sus adquirentes; todo ello ante la pasividad -cuando no complicidad- de las instituciones, públicas y privadas, a quienes estaban encomendados el control y la supervisión de aquellos.

Minuciosamente documentado el proceso a ambos lados del Atlántico, basado en «estructuras financieras apalancadas en las que subyacían productos de dudosa solvencia», esta *Historia* señala la negligencia de quienes no tomaron las decisiones que hubieran evitado en gran parte la crisis que explotó entre los años 2007 y 2009. No puede resumirse más concisamente ese fracaso que recordando las *Conclusiones del Informe Final de la Comisión sobre las Causas de la Crisis Financiera y Económica en los Estados Unidos*, publicado en 2011: 1) Esa crisis financiera era evitable; 2) Los fallos generales en la regulación y supervisión financieras fueron devastadores para la estabilidad de los mercados financieros de la nación; 3) La causa clave de esta crisis residió en los dramáticos fallos en la gobernanza corporativa y en el manejo del riesgo en muchas e importantes instituciones financieras de carácter sistémico; 4) La combinación de excesivo endeudamiento, inversiones arriesgadas y falta de transparencia abocaron al sistema financiero hacia la crisis; 5) Igualmente, el Gobierno estaba mal preparado para la crisis y su débil respuesta acrecentó la incertidumbre y el pánico en los mercados financieros; 6) En resumen, se produjo un fallo sistémico en la responsabilidad pública y en la ética. ¡Difícilmente se puede ser más claro y preciso!

No se libró España de esa plaga financiera cuyo capítulo más escandaloso fue el conocido como «las preferentes», que un Gobierno desorientado trató de paliar para que nuestro sistema financiero no se fuera a pique, sin conseguirlo del todo, pues hubimos de pedir un préstamo de cuarenta y dos mil millones de euros a Bruselas que aún no hemos pagado. Se derrumbaron las cajas de ahorros -carcomidas por la ambición de los partidos políticos-, y todavía sigue en números rojos el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Completan el cuadro unos supervisores desprestigiados -el Banco de España y la Comisión del Mercado de Valores- y un banco llamado Bankia cuyo origen y salida a Bolsa están siendo escudriñados en los tribunales. Las conclusiones alcanzadas por la Comisión de investigación en el Congreso, hechas públicas recientemente, provocan sonrojo incluso a los mas legos en la materia.

La gran crisis de finales de la década aparece casi siempre en cada uno de los

apartados en que se estructuran los dos capítulos finales de la obra. Y resulta muy instructiva la lectura detallada de cómo y cuándo reaccionaron los bancos centrales de Estados Unidos y de Europa (el de Inglaterra, pero sobre todo el Banco Central Europeo). La Reserva Federal estadounidense mostró una envidiable rapidez de reflejos y una audacia muy superior a sus colegas europeos, señaladamente el Banco Central Europeo. Su política, calificada como *Quantitative Easing*, se tradujo en la compra de títulos del Tesoro y activos titulizados en hipotecas por un valor equivalente al 15% del PIB estadounidense; por el contrario, el Banco Central Europeo esperó hasta 2009 para empezar a poner en práctica sus recetas, que sólo comenzarían a cobrar entidad a un ritmo rápido a partir de 2015. Según estima Miguel Córdoba en su libro, la combinación de intervenciones directas a corto plazo en el mercado monetario, compra de deuda monetaria de los países miembros e incremento de la penalización cobrada a los bancos por depositar dinero en el Banco Central Europeo ascendía en 2015 a unos 2,5 billones de euros. España, por cierto, se ha beneficiado de tal generosidad, pues el Banco Central Europeo ha comprado desde 2015 nada menos que doscientos veinte mil millones de euros de nuestra deuda pública. El problema se plantea ahora, cuando se comience a reducir sus balances de títulos públicos; Donald Trump ya ha dado su opinión al criticar la subida de tipos de interés y la Reserva Federal parece que ha considerado por el momento que lo más prudente es esperar y ver.

Dos novedades ocupan la atención del autor en el capítulo final: las criptomonedas y los derechos de emisión de dióxido de carbono. Pero, antes de comentar el epílogo con que el autor cierra su voluminoso estudio, conviene realizar un breve análisis de sus enfoques sobre los intentos de los supervisores internacionales para poner coto a futuras crisis financieras: lo que se conoce como los Acuerdos del Comité de Basilea I, II y III. No podía faltar en esta Historia la descripción (concretamente en su penúltimo capítulo) de las vicisitudes de uno de los pilares del negocio bancario: su solvencia. De ello se ocupa desde hace cuarenta y cinco años el Comité de Basilea. Creado en 1974, el llamado «Grupo de los Diez» comenzó a centrar su atención en reforzar la solvencia de los bancos con redes internacionales, llegando a un primer acuerdo –conocido en la jerga como Basilea I– volcado en reforzar la solvencia de los bancos, aunque, como se demostró pronto, con escaso éxito, debido a que incluía como capital activos que no lo eran, y también por decantarse por el denominado *value at risk* como técnica para calcular el riesgo de mercado. Años después Basilea II (2004) se propuso modernizar los instrumentos que los supervisores bancarios deberían utilizar para ponderar el riesgo a la hora de calcular el capital de un banco y perfeccionar su gestión. El resultado fue un galimatías, con exigencias de cobertura un tanto arbitrarias y una calificación del riesgo de las operaciones más que discutible. El último capítulo de esta saga es, por el momento, Basilea III (2009-2010), en el que se apretaron las tuercas al capital, con ratios de apalancamiento de la financiación neta, así como la implantación de vistosas herramientas calificadas como «pruebas de esfuerzo». Pero, ¿cómo cifrar, por ejemplo, el comportamiento de los depósitos en una entidad bancaria, especialmente en momentos de tensión? Banco Popular es un ejemplo reciente en España que Miguel Córdoba describe en su libro (pp. 566-568) sucinta y claramente, así como los mecanismos de supervisión y resolución que, con no escaso esfuerzo, han ido creándose en la Unión Europea con parecidos propósitos. Advertido, por último, al lector que el juicio del reseñista –que, naturalmente, se omite– es incluso más crítico que el del autor del libro.

Llegamos así al epílogo, que en el libro se titula «Una nota final a modo de ensayo». Alguien que ha dedicado tanto tiempo y esfuerzo a escribir de algo tan esencial como el dinero a lo largo de la historia de la humanidad no puede aceptar que ha cumplido su objetivo sin expresar su visión sobre el futuro. Una visión, en este caso, teñida por el temor a que el crecimiento experimentado por la economía financiera tenga los pies de barro.

Esa cautelosa actitud se refuerza si se tiene presente –advierde el autor– que el crecimiento de la población mundial se traducirá tarde o temprano en una disminución del producto real por habitante, y que es dudoso, en el caso de Europa, que su enorme capital acumulado sea capaz de sostener el actual Estado del bienestar. Añádese a ello que, según previsiones fundadas, China e India contarán hacia los años 2040-2045 con la mitad de la población mundial y África –nuestro continente vecino, añadido yo– unos dos mil cuatrocientos millones de habitantes, de los que unos diez podrían emigrar a España, con unos niveles de educación en el caso de los dos países asiáticos y de esfuerzo en el de los africanos que superarán a los de los países occidentales.

Pensiones, paro y deuda nos plantean a los europeos incógnitas futuras cuya solución todavía no ha aparecido. En el caso de España, la historia financiera y económica reciente no nos ofrece razones para el optimismo, especialmente si nuestro sistema educativo no experimenta cambios espectaculares. Se pregunta dubitativo Miguel Córdoba si podemos confiar en «la sabiduría de nuestros gobernantes y su capacidad de ser hombres de Estado, en lugar de políticos ambiciosos y corruptos».

Raimundo Ortega es economista y fue jefe de Operaciones y director general del Banco de España, director general del Tesoro y Política Financiera en el Ministerio de Economía y Hacienda, y presidente del Servicios de Compensación y Liquidación de Valores.

[1] El libro ofrece una generosa bibliografía (diecinueve páginas) de la cual me permitiría recomendar al lector interesado las siguientes obras: quien busque una visión erudita y entretenida hallará una lectura adecuada en el libro de Niall Ferguson, [El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo](#), que incluso sirvió de base a un documental televisivo, y el de James K. Galbraith, [El dinero. De dónde vino y adónde fue](#). Más especializadas son las obras de C.R. Geisst, [Wall Street. A History](#); Sidney Homer y Richard Sylla, [A History of Interest Rates](#), y Merton H. Miller, *Financial Innovation and Market Volatility* (Cambridge, Blackwell, 1991); Miller es el coautor, junto con Franco Modigliani, del famoso teorema sobre las decisiones empresariales y el valor de mercado de las mismas. No citadas por Miguel Córdoba, pero interesantes como lecturas complementarias, recomendaría: National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, [The Financial Crisis. Inquiry Report, 2011](#); los dos volúmenes del Federal Reserve Bank of Kansas City, [The Greenspan Era. Lessons for the Future](#) y [Maintaining Stability in a Changing Financial System](#), publicados en 2005 y 2008, respectivamente. Pueden añadirse el [Informe de Estabilidad Financiera 04/2008](#) y el [Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014](#) (mayo de 2017), ambos del Banco de España, así como la publicación del Banque de France, [Financial Stability Review](#) (febrero de 2008). Puede consultarse también en el nº 122/2009 de *Papeles de Economía Española* el artículo titulado «Crisis y Regulación Financiera», así como [la comparecencia de Aristóbulo de Juan](#) ante la Comisión del Congreso que investiga la crisis financiera 2007-2017, en la sesión del 11 de diciembre de 2017.