
JUAN IGNACIO CRESPO

¿POR QUÉ EN 2017 VOLVEREMOS A ENTRAR EN RECESIÓN?

UN ANÁLISIS DE LOS DATOS QUE AUGURAN UNA NUEVA
RECESIÓN Y CUÁNDO SALDREMOS DE ELLA



**LAS PREVISIONES ECONÓMICAS DEL ÚNICO ECONOMISTA
ESPAÑOL QUE PREDIJO LA CRISIS DE 2008**

DEUSTO

**¿Por qué en 2017 volveremos
a entrar en recesión?**

© 2016 Juan Ignacio Crespo

© Centro Libros PAFP, S.L.U., 2016

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAFP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de cubierta: microbiogentleman.com

Imagen de cubierta: © Marangotidis Dimitris, © Mahesh, © Releon8211
y © Okea, Getty Images

ISBN: 978-84-234-2536-5

Depósito legal: B. 7.825-2016

Primera edición: mayo de 2016

Preimpresión: gama sl

Impreso por Egedsa

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

¿Por qué en 2017 volveremos a entrar en recesión?

Un análisis de los datos que auguran una nueva recesión y cuándo saldremos de ella

JUAN IGNACIO CRESPO



EDICIONES DEUSTO

Índice

Preámbulo	11
Introducción	15

Pasado

1. Qué fue del chartismo histórico y sus predicciones: balance provisional al inicio de 2016.....	23
2. Pasado y futuro del euro	47
3. Con un billón basta.....	55
4. Lucha de titanes en el mercado monetario global «QE y anti-QE»	63
5. ¿Por qué negoció tan mal el Gobierno griego?	81
6. El problema de la deuda es hablar del problema de la deuda.....	91
7. Los cuernos del Moisés	105

Presente

8. Materias primas y recesión global. ¿Están las materias primas anunciando una nueva recesión? ...	121
9. La larga marcha de las materias primas	127

10. Chartismo histórico y materias primas: condición suficiente, pero no necesaria	137
11. Las materias primas y China.	153
12. Petróleo por doquier.	173
13. La casi imposible inversión de la curva.	185
14. Al final de la escapada. Treinta y cuatro años de bajada de rentabilidades.	195
15. Índice Báltico Seco y comercio internacional	205

Futuro

16. Destrucción de liquidez <i>versus</i> expropiación.	217
17. Capitalismo de Estado	233
18. Dejar de creer en la rentabilidad elevada	247
19. La tierra del yuan naciente	251
20. La recesión de 2017. Liquidez y riesgo sistémico	261
21. ¿Cuándo acabará la crisis? Visiones del futuro	285

Y hasta los más ocultos pensamientos

22. La dialéctica de los contrarios	305
---	-----

Qué fue del chartismo histórico y sus predicciones: balance provisional al inicio de 2016

Lo malo de hacer previsiones sobre el futuro comportamiento de las economías y de los mercados (igual que sobre cualquier otro asunto) es de manera automática la mente de quien las hace queda modificada.

Se trataría así (parodiando el proceso) del fenómeno inverso al que se produce con las partículas elementales en las que, según un principio fundamental de la mecánica cuántica (el llamado principio de indeterminación de Heisenberg) cuando intentamos medir la velocidad de una partícula ya no es posible determinar su posición o, a la inversa, si se conoce su posición es imposible determinar su velocidad (un físico nos corregiría diciendo que no es la velocidad sino el momento o producto de la velocidad por la masa).

Dicho de otra manera, el hecho mismo de medir provoca esa incertidumbre, de modo que, cuanto más precisa sea una de las dos medidas más incertidumbre planeará sobre la otra (habría una manera más técnica también de decirlo, como que la precisión de las medidas viene determinada por la constante de Planck, pero sería meterse en camisas de once varas).

De la misma manera, cuando alguien hace una predicción o una profecía, queda afectado por el fenómeno inverso: aquí no es la partícula (la predicción o profecía) la que queda modifica-

da sino la propia mente del analista (o profeta) pues a partir de ese momento todo lo que tenga que ver con el cumplimiento de lo predicho quedará desvirtuado por el llamado sesgo de confirmación de lo afirmado. Excepto que se trate, claro está, de una *self-fulfilling prophecy* o profecía autoverificada, en cuyo caso la propia partícula o profecía no solo modifica la mente de quien la hizo sino la realidad misma de la que se trate.

«Así en países azules / hicieron luces y sombras / ... mil engaños a la vista»

La capacidad, pues, de ver, medir, interpretar y profetizar o pronosticar queda siempre desvirtuada por elementos internos o externos, lo que hace que se ponga en duda de manera continua prácticamente todo. Esto es algo conocido de antiguo y Calderón de la Barca ya lo había expresado maravillosamente en su obra *El príncipe constante*:

... porque la distancia siempre
monstruos imposibles forma;
así en países azules
hicieron luces y sombras
confundiendo mar y cielo,
con las nubes y las ondas,
mil engaños a la vista;
pues ella entonces curiosa,
solo percibió los bultos
y no distinguió las formas

Así describía Calderón la confusión que se produce cuando se observan las cosas a distancia (en su caso, la aparición de una flota hostil en altamar).

Igual podría describirse la contemplación del futuro de las economías y de las bolsas y, también la de cualquier otro fenómeno que se observe desde la lejanía, espacial o temporal (ni que decir tiene que el pasado también queda así distorsionado).

De ahí la dificultad no solo de hacer predicciones (como de-

cían el físico Niels Bohr y el recientemente fallecido jugador de béisbol Yogui Berra «es muy difícil hacerlas, y más sobre el futuro») y la sorpresa de que, cuando se cumplen, se presenten de una manera que las haga irreconocibles (hasta tal punto divergen a veces un acierto rotundo y la rotunda realidad).

Tras estas divagaciones, hay que proceder a recordar lo que fueron predicciones de mis anteriores libros y artículos y ver en qué medida es razonable considerar que se han cumplido (si es que...).

El chartismo histórico, recordémoslo, es una herramienta muy útil pero no deja de ser algo aproximado e imperfecto, tal y como comentaba en la Introducción a *Las dos próximas recesiones*. Es una carta de navegación en la que solo están esbozados los obstáculos y accidentes geográficos fundamentales y las rutas más importantes, con alguna que otra advertencia de «Aquí hay dragones» y con las consabidas reservas de encontrarse de vez en cuando con esta otra inscripción: «Aguas sin cartografiar».

Quizás sea este el capítulo que resulte más tedioso a quienes no sigan el día a día de los mercados. Así y todo recomiendo a todo el mundo que lo lea, por si encuentra algo útil, que trascienda los mercados, por el camino: ¡Nunca se sabe!

Balance del chartismo histórico

Hay dos libros anteriores en que quedaron hechas ciertas previsiones sobre el comportamiento futuro de las economías y de los mercados. La espina dorsal sobre la que se sustentaban esas previsiones era el comportamiento del índice Dow Jones Industrial de la bolsa de Estados Unidos acompañado por la periodicidad media con que la economía de Estados Unidos ha venido entrando en recesión desde 1854, año desde el que el National Bureau of Economic Research (NBER) tiene fechados los ciclos económicos de Estados Unidos, con sus correspondientes expansiones y recesiones.

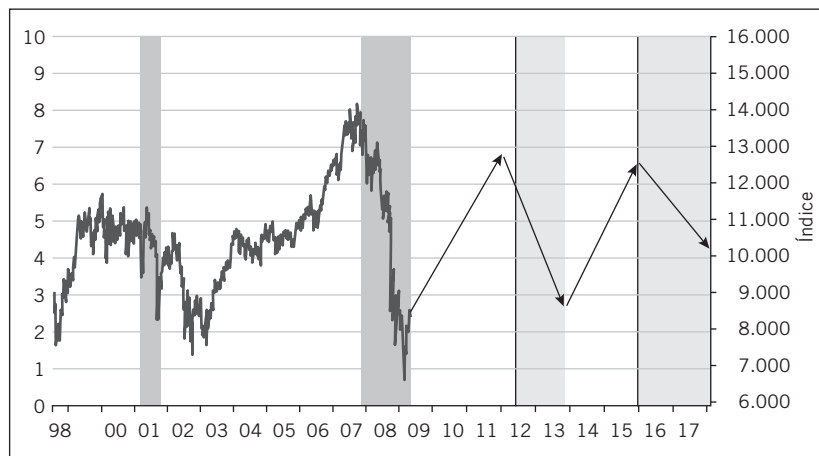
Esa periodicidad media viene a ser de 4,7 años si se computa desde el punto más alto de un ciclo económico hasta el punto más alto de la expansión en el ciclo siguiente.

Eso me llevó en mayo de 2009, en una presentación a clientes de Thomson Reuters, a dibujar el panorama futuro en un gráfico en el que aparecía el DJI y las recesiones pasadas de la economía desde 1998 hasta 2009. De cosecha propia añadí una eventual evolución del DJI con altibajos (señalados con flechas) que lo mantendrían dando tumbos hasta 2015, sin superar el máximo que había alcanzado en octubre de 2007. También quedaron dibujadas las eventuales dos siguientes recesiones de la economía de Estados Unidos, a caballo de 2012-2013, la primera, y de 2016-2017, la segunda.

El dibujo de las recesiones futuras era, pues, muy sencillo: el punto más alto de los siguientes dos ciclos se produciría en septiembre de 2012 para el primero de ellos y en mayo de 2017 para el segundo.

En el dibujo (gráfico 1.1) la segunda de las recesiones se adelantaba un poco puesto que arrancaba en algún momento de 2016. Ello se debía a una reducción realizada a la extensión del ciclo desde los 58 hasta los 51 meses: se partía de la hipótesis de que la economía de Estados Unidos habría entrado en otro pe-

Gráfico 1.1. Hipótesis de trabajo: mayo de 2009.
Índice Dow Jones Industrial



Fuente: Reuters EcoWin

Nota: Las bandas grises verticales representan las recesiones de la economía de EE. UU.

ríodo de recesiones más frecuentes, como entre 1900 y 1914 o entre 1966 y 1983. La media de los ciclos en esos períodos contando de máximo a máximo momento de expansión era de 51 meses. Eso llevaría el pico o apogeo del ciclo siguiente hasta marzo de 2012 y el siguiente del siguiente hasta julio de 2016. El gráfico 1.1 sería, pues, la carta de navegación de la crisis.

Y en esa estamos, iniciando 2016, en el momento de escribir esto, y preguntándonos si se producirá la recesión global de 2016-2017 que vendría marcada, como desde hace 85 años, por los espasmos que pudiera sufrir la economía de Estados Unidos.

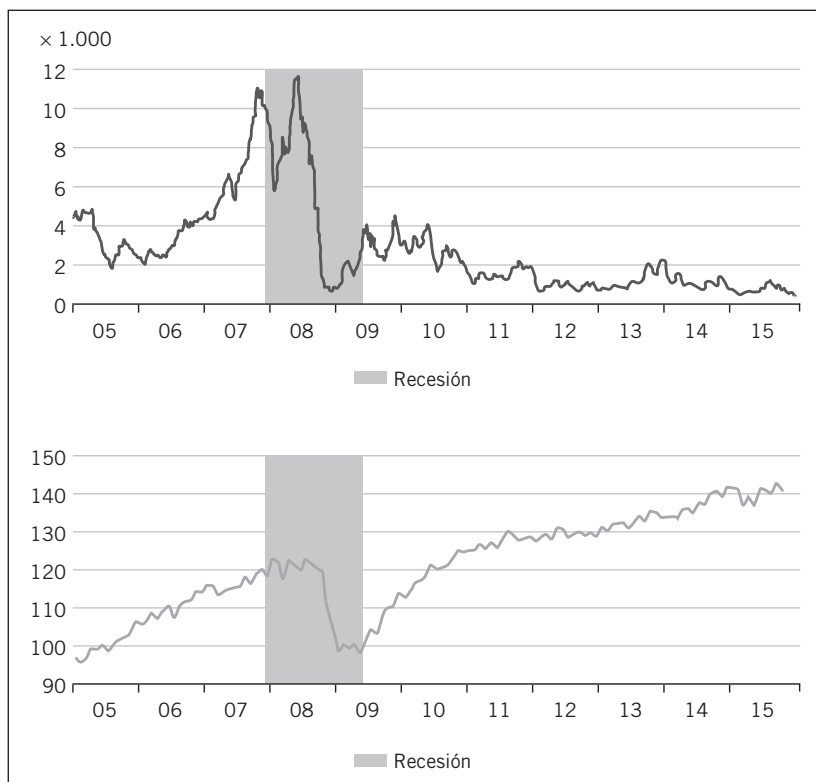
La prevista recesión global de 2012-2013 se quedó en cuasiglobal: justamente el país que la inspirara con su serie histórica consiguió evitarla por los pelos (en el segundo semestre de 2012, su crecimiento fue inferior a 0,25 %) para gran disgusto de ECRI (la empresa de análisis que hasta ese momento se consideraba que mejor predecía los cambios de ciclo) que se había adelantado a anunciar la recesión nada menos que en septiembre de 2011, un año antes de lo que la «carta de navegación» indicaba.

Fue cuasiglobal porque buena parte del globo sí que entró en recesión, España incluida, además del conjunto de la eurozona y Japón y del inicio de la desaceleración rapidísima en China y otros países.

La debilidad por la que pasó la economía mundial en 2012-2013 quedó también reflejada por los datos del comercio mundial que solo creció 0,56 % en 2012, tras encajar entre mayo y diciembre de ese año una caída del 1,34 % (también lo reflejó en el PMI —Purchasing Managers Index—manufacturero global, que cayó por debajo de 50, a niveles de 48,5, en 2012).

En realidad ese debilitamiento del comercio mundial fue más prolongado. En el gráfico 1.2 (parte inferior) se ve como el comercio mundial se estanca entre mediados de 2011 y mediados de 2013. También esa desaceleración y recesión cuasiglobal se percibe en el comportamiento del Índice Báltico Seco que cayó hasta en tres ocasiones en 2012, hasta su nivel mínimo de 2008 (de nuevo gráfico 1.2, parte superior).

Mirando el gráfico 1.3 se comprende que ECRI se precipitara a hablar de recesión en septiembre de 2011: el producto inte-

Gráfico 1.2. Índice Báltico Seco (arriba) y comercio mundial (abajo)

Fuente: Thomson Reuters Datastream

rior bruto (PIB) de Estados Unidos, en su evolución trimestral, había sido de $-0,39\%$ en el primer trimestre de 2011 y, tras rebotar hasta $+0,73\%$ en el segundo trimestre, habría de reducir su crecimiento a $+0,21\%$ en el tercero. Sin embargo, es en el segundo semestre de 2012 (es decir, donde la carta de navegación apuntaba) cuando se produce una debilidad económica muy fuerte en dos trimestres seguidos: $+0,12\%$ y $+0,02\%$ en el tercero y cuarto trimestres respectivamente. Es curioso que ese momento de debilidad extrema (aún sin caer en recesión) de la economía se produjera a los 58 meses justos que marcaba la media.

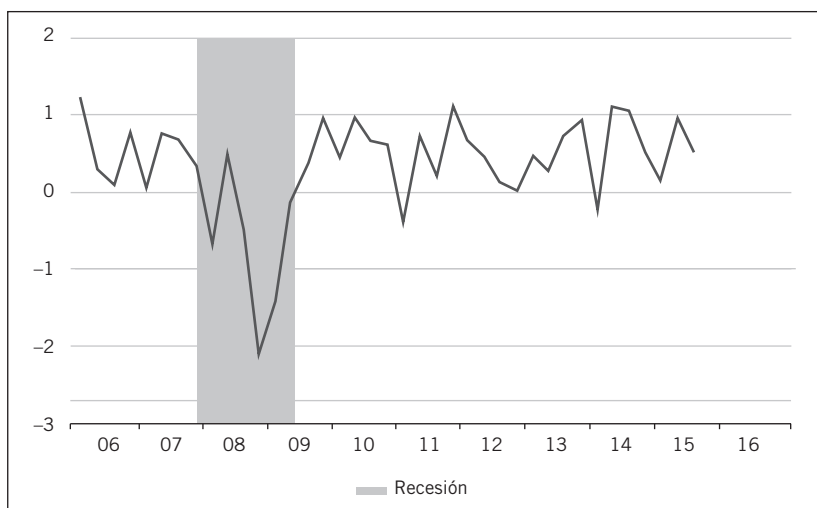
A nadie se le escapa que los QE (por las siglas en inglés de *Quantitative Easing*) o compras masivas de deuda pública por parte de la Reserva Federal han tenido un papel clave en el man-

tenimiento sostenido de la expansión económica de Estados Unidos.

Mirando el gráfico 1.3 se ve la debilidad puntual por la que ha pasado la economía de Estados Unidos en al menos cuatro momentos desde su salida de la recesión en julio de 2009. Pero de esos cuatro momentos, solo uno se corresponde con el período de la prevista (y no cumplida con los criterios del NBER) recesión de 2012-2013. Los otros tres tienen lugar en el primer trimestre de los años 2011 (-0,39%), 2014 (-0,23%) y 2015 (+0,16%) algo que llevó al Departamento de Comercio y su Bureau of Economic Analysis a concluir que en los primeros trimestres de casi todos los últimos años recientes se había producido una debilidad estacional extrema no incorporada a sus modelos econométricos (y, por tanto, no eliminada por ellos) que habría que revisar y eliminar.

Esa «estacionalidad residual» (que así es como la llamaron) fue eliminada posteriormente, al finalizar el mes de junio de 2015, por lo que se podría concluir que el único y verdadero momento de debilidad por el que ha pasado la economía de Estados Unidos después de 2009 se produjo en las fechas en que la carta de nave-

Gráfico 1.3. Cambio trimestral (en %) del PIB de Estados Unidos



Fuente: Thomson Reuters Datastream

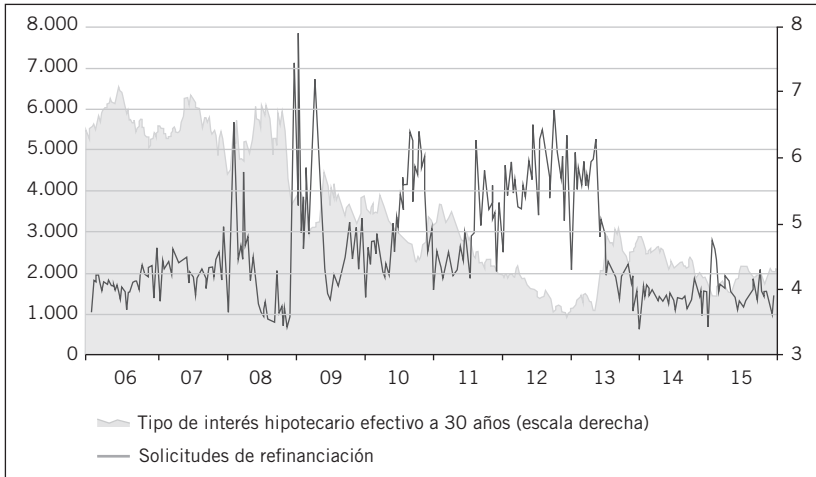
gación de la crisis indicaba por el re-que-te-sencillo método de aplicar una media aritmética. ¡Puede que sea el principio conocido como la «navaja de Ockham» el responsable de todo ello!

El oportuno lanzamiento del QE3 el 13 de septiembre de 2012, seguramente ayudó a la economía de Estados Unidos a superar el bache en el que ya se había metido por esas fechas. Es razonable pensar que compras de activos públicos y privados (hipotecas) por valor de 80.000 millones de dólares mensuales a partir de ese momento sí que consiguieron marcar la diferencia. Su papel fundamental fue reanimar el mercado hipotecario de Estados Unidos que es donde se situaba el origen de la recesión y gran crisis financiera de 2008/2009. Algo que (no hay más que mirar el gráfico 1.4 para verlo) a todas luces consiguieron.

Efectivamente, en el gráfico 1.4 se ve que como el anuncio por parte del entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, del lanzamiento del QE3 lleva el tipo de interés fijo de las hipotecas a treinta años desde el 3,87% de la fecha en que Ben Bernanke hace el anuncio hasta el 3,57% de tres meses después. A partir de ahí el tipo hipotecario vuelve a subir, sobre todo tras el posterior anuncio en mayo de 2013 por parte del mismo Bernanke de que pronto se empezaría a desactivar el QE. Un anuncio que resultó, por lo que se vio después, un poco precipitado, ya que la desactivación tardó año y medio en completarse, en línea con el paso glacial con que la Reserva Federal ha ido moviéndose a la hora de tantear si la economía de su país estaba ya en condiciones o no de volver a una política monetaria propia de tiempos normales.

El susto que provocó Bernanke en mayo de 2013 fue tan grande que desató una oleada de ventas en las bolsas de los países emergentes y una crisis que parecía interminable en alguna de las monedas de estos (sobre todo las de la India e Indonesia) de la que aún, salvo algún caso aislado, no se han repuesto. Los propios tipos de interés del mercado hipotecario en Estados Unidos subieron desde el 3,68 % de mayo de 2013 hasta el 4,93 % de septiembre del mismo año, fecha en la que se apaciguaron, permitiendo también que el sosiego llegara a los países emergentes, siquiera transitoriamente.

Gráfico 1.4. Tipo de interés hipotecario efectivo a 30 años (escala de la derecha) y solicitudes de refinanciación



Fuente: Thomson Reuters Datastream

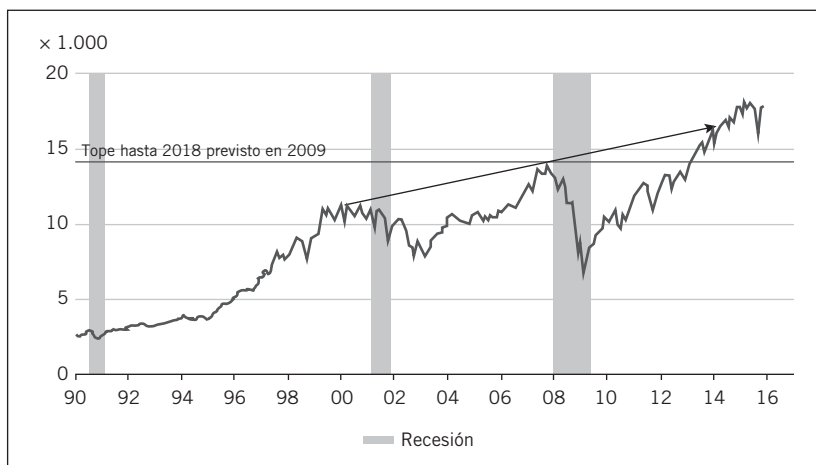
El anuncio de Bernanke también provocó en la bolsa de Tokio dos caídas, en dos días consecutivos, del 7% cada una.

El Dow Jones Industrial

Y respecto al Dow Jones, la previsión se cumplió hasta la primavera de 2013: el DJI recuperó todo el terreno perdido entre 2008 y 2009 y tuvo el retroceso previsto entre abril y octubre de 2011, pero ese fue el último acierto de la carta de navegación de la crisis en el terreno que afecta a la bolsa de Estados Unidos medida por su índice Dow Jones (o, por su otro representante, el índice S&P 500). Desde marzo de 2013 superó con creces el máximo histórico anterior (el 14.164 de octubre de 2007) y continuó su curso alcista hasta 4.000 puntos más arriba.

El que el DJI empezara a superar en marzo de 2013 —y después lo hiciera ampliamente— el nivel tope previsto en mayo de 2009 también tiene que ver con ese QE3 lanzado en septiembre de 2012. Y con la manera en que esta crisis financiera tiene mucho de mezcla entre una recesión intensa, pero dentro de unos

Gráfico 1.5. Dow Jones Industrial con su línea tope prevista



Fuente: Thomson Reuters Datastream

límites que la asemejan a la iniciada en 1973, y un tipo de crisis mucho más grave, debido a las fuerzas deflacionarias tan potentes puestas en movimiento y que se podrían sintetizar en una sola imagen: la quiebra de buena parte del sistema financiero de Estados Unidos y Europa.

¿Y qué pasó con las empresas tecnológicas del Nasdaq Composite?

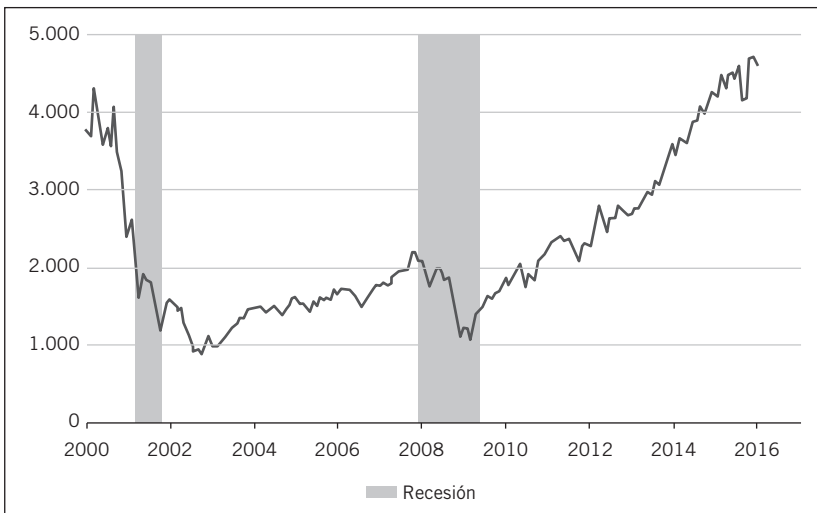
Lo que cabía esperar de un sector como el de las empresas tecnológicas representadas en el índice Nasdaq 100 o en el Nasdaq Composite era que, según las comparaciones propias del charismo histórico, se comportaran como los índices de bolsa de las economías en depresión ya que por eso y no otra cosa era por donde habían pasado entre los años 2000 y 2003 las empresas conocidas entonces como TMT (telecomunicaciones, medios de comunicación y tecnológicas). De ahí que, en mi libro de hace cuatro años, *Las dos próximas recesiones* (Deusto, 2012), se comparara esos dos índices con el Nikkei 225 o con el Dow Jones Industrial tras el crac de 1929 y se esperara de ambos índi-

ces, Nasdaq 100 y Nasdaq Composite, que tuvieran un comportamiento similar al del Nikkei y al del Dow Jones. Es decir, que no superaran su máximo histórico durante los siguientes veinticinco años.

Pues bien, en el momento de escribir esto, se va cumpliendo esa expectativa, aunque por los pelos. Es decir, el Nasdaq Composite estaba al acabar 2015 justo en ese límite marcado por su máximo histórico del año 2000 (y el Nasdaq 100 también), algo que sucede dieciséis años después de que pasara en él por primera vez. No se ha cumplido en cambio la expectativa de que ambos índices se demoraran veinte años languideciendo por debajo de la mitad de su nivel máximo, como era de esperar observando el Nikkei 225 desde 1990 y el Dow Jones Industrial entre 1929 y 1949.

La bajada de los tipos de interés de corto plazo hasta cero o incluso por debajo de cero y la de los de largo plazo hasta niveles cercanos a cero (o por debajo de cero como sucedió en 2015 con los tipos de interés de la deuda pública alemana para plazos incluso de siete y ocho años) dejaba la bolsa como una de las pocas opciones que podrían proporcionar algo de rentabilidad en una huida, no se sabe si acertada o en pánico extremo, de esa trans-

Gráfico 1.6. Nasdaq 100



Fuente: Thomson Reuters Datastream

ferencia de riqueza desde los ahorradores hacia los endeudados y desde ningún sitio (quizás desde las arcas de los bancos centrales del futuro si la compra de deuda pública se materializara en pérdidas enormes) hacia los que eran ya propietarios de activos antes de la crisis.

(Esta afirmación de que la riqueza puede salir de ninguna parte tiene que ver con la naturaleza fantasmal de las plusvalías potenciales y daría para ríos de tinta y horas de discusión.)

En suma, parece ser que la existencia de los QE en Estados Unidos ha tenido un efecto distorsionador sobre las predicciones del chartismo histórico, impidiendo que la economía de Estados Unidos entrara en recesión en 2012-2013 (una recesión que no tendría por qué haber sido de más de dos o tres trimestres) y sobre el comportamiento de los índices de bolsa Dow Jones Industrial y del S&P 500, aunque no sobre los índices tecnológicos Nasdaq 100 y Nasdaq Composite.

Pero si sobre algo ha tenido un efecto letal ha sido sobre la relación (que se consideraba básica en el pasado) entre economía financiera y economía real, una conexión que quedó muy deteriorada, si es que no rota, desde 2011, el año en el que se produjo la última caída de bolsa que marcaba el patrón histórico.

Ese efecto taumatúrgico o milagrero de los QE de Estados Unidos sobre las bolsas y sobre la sensibilidad al riesgo de crédito (a la que habían tenido los QE también anestesiada) dejó de funcionar aparentemente en la primavera de 2015, a pesar de que el Banco Central Europeo (BCE) hubiera lanzado su programa de compra de bonos por 1,1 billones de euros (que, después sería elevado a 1,5 billones) y a pesar de las continuas ampliaciones que hace el Banco de Japón de sus programas equivalentes. Bien es verdad que el QE3 americano ya se había terminado para esas fechas de 2015 pero la cantidad conjunta de compras por los otros dos bancos centrales seguía siendo apabullante (el equivalente a 300.000 millones de dólares cada trimestre). Pues dejó de funcionar y las bolsas empezaron a caer y se han mantenido hasta casi un año después inestables y con grandes oscilaciones, aunque no, todavía, en general, en una bolsa bajista (una excepción sería el Ibex 35 con su 32 % de pérdida en ese mismo período de 10 meses).

¿Qué fue de las predicciones de 2014 en el libro *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados?*

Quizás esto sea innecesario para quienes siguen los mercados día a día o tienen la costumbre de mirar gráficos de largo plazo. Sin embargo...

Cotización del euro frente al dólar

Había una predicción fundamental y central: que el dólar se iría a la paridad con el euro. Pues bien, sucedió en tiempo y casi sucedió en forma: el eurodólar (como suele llamarse a la cotización del euro contra el dólar) alcanzó en marzo de 2015 el nivel de 1,0456 dólares por euro, muy cercana a la paridad pero sin alcanzarla. Ese fue un viaje desde 1,60 dólares/euros iniciado en julio de 2008 hasta ese 1,0456 dólares/euros en 2015. Es decir, siete años de fortaleza del dólar (o de debilidad del euro, como se prefiera ver) durante los que la cotización hizo todo tipo de altibajos y durante los que los variados comentaristas, analistas, académicos, periodistas y tertulianos perdieron de vista lo fundamental, la tendencia del dólar a apreciarse, y dijeron de todo: que se debilitaba y mostraba el declive de Estados Unidos y su déficit de balanza comercial (cuando, como siempre en los mercados, la tendencia a fortalecerse tenía sus períodos de retroceso); o que desaparecía el euro (cada vez que el dólar recuperaba su pujanza cíclica y al euro le tocaba caer) confundiendo un fenómeno como la depreciación transitoria de una moneda con el peligro de desaparición.

En la cotización del euro frente al dólar es donde, por ahora, mejor funciona el chartismo histórico. Remitiéndonos a las pruebas, desde mi artículo en *El País* de 7 de octubre de 2007 («La última crisis del dólar»)¹ con la predicción de que el dólar en su debilidad se iría hasta 1,65 dólares/euros: a partir de «estas cotizaciones de alrededor de 1,45 contra el euro... la cotización po-

1. http://elpais.com/diario/2007/10/07/negocio/1191762864_850215.html

dría deslizarse hasta 1,65; algo digerible si se produjera de manera ordenada» (después se fue solo hasta 1,60); hasta otro posterior (quince días antes de la caída de Lehman Brothers) titulado «El gran momento del dólar»² (en el que decía que el dólar estaba iniciando una etapa de gran fortaleza), la comparación con el pasado ha funcionado casi como un reloj. Posteriormente, en *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados* (Deusto, 2014) la predicción fue de que se iría a 1 dólar/euro. Se ve que en ambos casos el intervalo de la predicción (de 1,00 a 1,65) era cinco céntimos de dólar más amplio, por cualquiera de los dos extremos, que el que de verdad resultó ser visto hasta enero de 2016 (1,05 a 1,60).

Es curioso que esta propiedad que tiene la cotización del euro frente al dólar de ser especialmente fácil de predecir con el chartismo histórico (o, al menos, hasta ahora lo ha sido) se repita también para otras monedas y funcione también cuando del chartismo convencional o análisis técnico se trata. Algo que lo refuerza puesto que funciona mejor que en ningún otro mercado a la vez que debilita uno de los aspectos del chartismo convencional, pues es bien sabido que este último utiliza el volumen de negociación para hacer sus afirmaciones y, sin embargo, donde más fuerte se muestra (con los tipos de cambio) el volumen de negocio normalmente no se conoce.

En aquel artículo del 28 de agosto de 2008, el chartismo histórico permitía detectar el cambio de ciclo que se estaba iniciando en la cotización del euro frente al dólar: se pasaba de un dólar débil durante siete años (2001-2008) a un dólar que mostraría mucha fortaleza hasta 2015:

La apreciación del dólar se produce cuando acaban de cumplirse treinta y siete años desde que el entonces presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, declarara al dólar no convertible en oro, primero, y lo dejara cotizar libremente frente a las demás monedas, después.

La primera reacción de la divisa norteamericana tras esas decisiones fue la de desplomarse hasta llegar a la cotización virtual de

2. *El País*, 28 de agosto de 2008. Puede verse en: http://elpais.com/diario/2008/08/28/economia/1219874405_850215.html

2 dólares por 1 euro retro-proyectado a aquellas fechas [...] pero en su peor momento de estos últimos meses ha cotizado a 1,60 dólares por euro.

Aunque ahora no haya llegado tan lejos, cualquiera de los cálculos que se hacen para evaluar la relación entre las monedas haciendo intervenir la importancia que sus respectivos países tienen en el comercio internacional da como resultado que el dólar está ya en su mínimo histórico.

De ahí que sea plausible el que, si no se ha iniciado el mes pasado, esté a punto de iniciarse una fuerte recuperación del dólar. Más cuando, con una visión chartista, el dólar ha dibujado una figura de doble mínimo, típica señal de un cambio de tendencia [...]

En sus treinta y siete años de flotación libre, el dólar ha venido alternando períodos de debilidad y fortaleza con duraciones de entre cinco y ocho años. Como ahora ya han transcurrido casi siete años desde que en 2002 el dólar empezara a debilitarse de manera continuada, parece que este sería otro argumento más en favor de que está a punto de invertirse la tendencia.

La cuestión clave no es, por tanto, averiguar si el dólar va a fortalecerse, ya que parece que eso es algo que no tardará en suceder, sino saber si este fortalecimiento de las últimas semanas es ya el comienzo de la nueva tendencia o si aún el dólar deberá pasar por un momento de debilidad más acentuado antes de que esa tendencia se consolide.

Y aquí es donde la evolución del precio de las materias primas tendrá la última palabra [...]

Tal y como correspondía, y con una precisión que pocas veces se da, el inicio de la recuperación del dólar en aquellas fechas coincidía con el momento de máximo esplendor de las materias primas, julio de 2008.

Las materias primas

Desde febrero de 2011 en que, en una conferencia del CFA Institute (Chartered Financial Analysts Institute) en Praga (la llamada *Forecasting dinner* que me gusta traducir como «Cena de las

profecías») insistí en que el precio de las materias primas había entrado en un declive secular, los índices que las siguen no han dejado de caer, salvo en 2014. Para todo el período de esos cinco años transcurridos la caída ha sido de alrededor de un 36%.

En aquella cena con doscientos asistentes en un gran salón del Banco Central checo, la discusión se polarizó un poco entre esa posición y la de un ejecutivo de un banco australiano que no paraba de recomendar invertir en materias primas. En el momento no pensé que si eres australiano tienes por defecto esa querencia por las materias primas como si eres español la tienes por el turismo. Seguro que el australiano hubiera sabido ver venir mucho mejor que yo la caída de Martinsa-Fadesa o lo insostenible del déficit de la balanza por cuenta corriente española de 2007.

Es verdad que el declive de las materias primas viene en realidad desde más atrás, desde julio de 2008. Eso es especialmente claro para el precio del petróleo que, entonces llegó a 147,5 dólares por barril de Brent, pero tras la gran caída de precio del segundo semestre de 2008, el precio de algunas de las materias primas más importantes volvió a recuperar su fortaleza de tal manera que algún índice de materias primas (como el «*equal weight*» de Thomson Reuters) recuperó, e incluso superó, sus máximos de julio de 2008 (gráfico 1.7).

Gráfico 1.7. El índice de materias primas Equal Weight Core, de Thomson Reuters recuperó todo en 2011



Fuente: Thomson Reuters Datastream

En todo caso, la recuperación había sido tan fuerte entre 2009 y 2011 que para este último año había ya muchos que consideraban esa etapa de debilidad de precio superada y no veían que aún continuaba su declive secular. Muchos de ellos, como el gestor de *hedge funds* y antiguo socio de Georges Soros, Jim Rogers, continuaba con su mantra de que aún persistía el superciclo de las materias primas y llevaba su visión poco afortunada hasta el extremo de hacer en 2012 afirmaciones como esta: «Invierte en materias primas ahora si no quieres odiarte a ti mismo más tarde».

El despiste de muchos se podría excusar a poco que se mirara algún otro índice como el de la bolsa de Metales de Londres (gráfico 1.8), que marcaba, por los mismos días en que yo hablaba en Praga, un máximo de 2011 ligeramente por encima del de 2008.

Resumiendo, tal y como quedó explicado que ocurriría en *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados*, el precio de las materias primas ha seguido cayendo. Pero con una matización importante, la caída ha sido mayor de la que se esperaba: un 18 % desde el momento de escribir el libro. De hecho, en el libro se decía que «lo más probable es que sigan cayendo algo más de precio». Un 18 % es algo más que «algo más»...

Gráfico 1.8. Índice de la bolsa de Metales de Londres



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Lo que también se ha cumplido es que esa caída estaría condicionada por una caída adicional del precio del oro y del precio del petróleo.

El oro

Al oro se le auguraba una caída de precio y después el estancamiento que es más o menos lo que ha sucedido, esto último entre mediados de 2014 y de 2015, para después caer algo más. En febrero de 2014 estaba en 1.260 dólares por onza y casi dos años después se situaba en 1.062. Una caída adicional por tanto de casi el 16 %.

El petróleo

Al escribir el pronóstico sobre él en las últimas páginas del libro anterior, le auguraba una gran caída de precio. En aquel momento, el barril de Brent se situaba en 115 dólares. La previsión es que se fuera a un nivel «entre 70 y 80 dólares para quedarse oscilando allí». Una caída, pues, de casi el 40 %, para el peor de los momentos, al menos en una primera fase puesto que para más adelante la expectativa de los gráficos era de una caída mayor. Pero entre 2014 y 2016 se precipitó todo hasta saltarse tres o cuatro años de lo que, según los gráficos, debiera haber sido una fase de mayor duración.

Así y todo, dicho en el inicio de 2012, parecía una chaladura pronosticar algo así... una caída del 40 %.

Pues bien, la gran caída se produjo y sobrepasó cualquier cosa imaginable y para el inicio de 2016 era casi el doble: -76 %. Un viaje para el petróleo Brent en ese período de casi dos años desde 115 hasta 27 dólares el barril.

¿Qué sucederá a continuación con las materias primas en general y con el petróleo en particular? Se hablará de ello en «el capítulo de las profecías» o capítulo 21.

Los tipos de interés reales

Aquí también ha sucedido lo previsto: los tipos de corto plazo han seguido estando cercanos a cero (era la parte más fácil de las predicciones) y los tipos de interés reales (tipo nominal menos inflación) de la deuda pública de Estados Unidos a diez años han subido con fuerza: si a comienzos de 2014 (y en el gráfico incluido en *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados*) estaban en 1,26 %, poco más de un año después, en la primavera de 2015, habían subido prácticamente a 2,60 %. Es decir, el tipo real se había duplicado en ese período. Al terminar 2015 había retrocedido a 1,80 %.

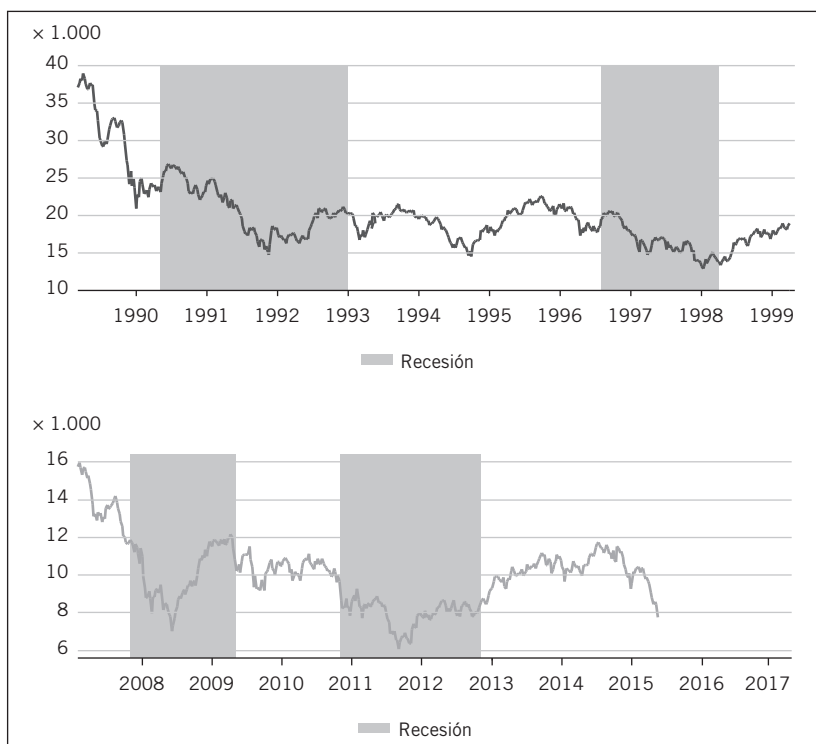
Las bolsas, los países emergentes y el paro

La comparación gráfica que se hacía en *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados* entre el Ibex 35 y la bolsa de Japón representada por el índice Nikkei 225 también ha resultado acertada. En 2014 y 2015 (tal y como hacía el trozo de gráfico del Nikkei correspondiente a 1996 y 1997 con el que se estaba comparando), el Ibex 35 intentó subir varias veces sin conseguir mantener la subida. De modo que si el Nikkei en los años 1996 y 1997 cayó casi el 10 %, el Ibex 35 entre 2014 y 2015 retrocedió casi el 4 %. En la comparación del gráfico 1.9, que es la misma que aparecía en mi libro anterior solo que actualizada para los diez meses que quedaban del año 2014 y para todo 2015, se ve que el perfil de ambos índices coincide básicamente, aunque sus caídas respectivas se diferencien en ese 6 % de pérdidas de más acumulado por el Nikkei 225 en aquellos dos años de la década de 1990.

Respecto al paro, se han cumplido los pronósticos de comienzos de 2012 de que llegaría al 27 % (no recuerdo si puestos por escrito pero sí afirmados en el programa *Hora 14* de José Antonio Marcos, en la Cadena SER), para reconducirse después tal y como se afirmaba en *Cómo acabar de una vez por todas con los mercados*.

Para los países emergentes en parte ya se ha cumplido y en parte sigue vigente lo escrito en ese libro a comienzos de 2014:

Gráfico 1.9. Comparación entre el Índice Nikkei 225 (arriba) y el Ibex 35 (abajo)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Brasil y Rusia entraron en recesión, y en ella seguían al inicio de 2016, mientras que todos los demás, principalmente productores de materias primas, viven con mayor o menor agudeza una crisis económica provocada por la caída del precio de estas. Queda por ver si se producirá antes de 2018 esa gran traca final en que alguno de los emergentes pudiera llegar a suspender pagos de deuda como ocurrió en crisis anteriores (algo frente a lo que están esta vez protegidos por su enorme colchón de reservas centrales de divisas).

Uno de los problemas más importantes a los que tienen que hacer frente los países emergentes es la enorme masa de deuda (mucho de ella en divisas y fundamentalmente en dólares) que han contraído a lo largo de los últimos quince años. Era algo que también se señalaba ya en *Cómo acabar de una vez por todas con*

los mercados. A las dificultades para amortizarla con un dólar que se ha apreciado fuertemente, se añade el que el flujo de préstamos a los emergentes se estaba deteniendo en el segundo semestre de 2015 por primera vez desde 2009. Se estima que la fuga neta de capitales en 2015 se acercaba a los 800.000 millones de dólares, algo que sucedía por primera vez desde 1988.

Y lo bien que funciona el chartismo histórico, a veces

Más arriba se ha visto como las previsiones decían que las bolsas de Estados Unidos contendrían su recuperación tras el mínimo de marzo de 2009 en el nivel máximo alcanzado en octubre de 2007. Y como, por ahora, esa expectativa se ha cumplido para los índices tecnológicos (Nasdaq 100 y Nasdaq Composite) pero no para los índices generales, Dow Jones Industrial y S&P 500. También hemos recordado que la enorme liquidez inyectada llevó a esa evolución.

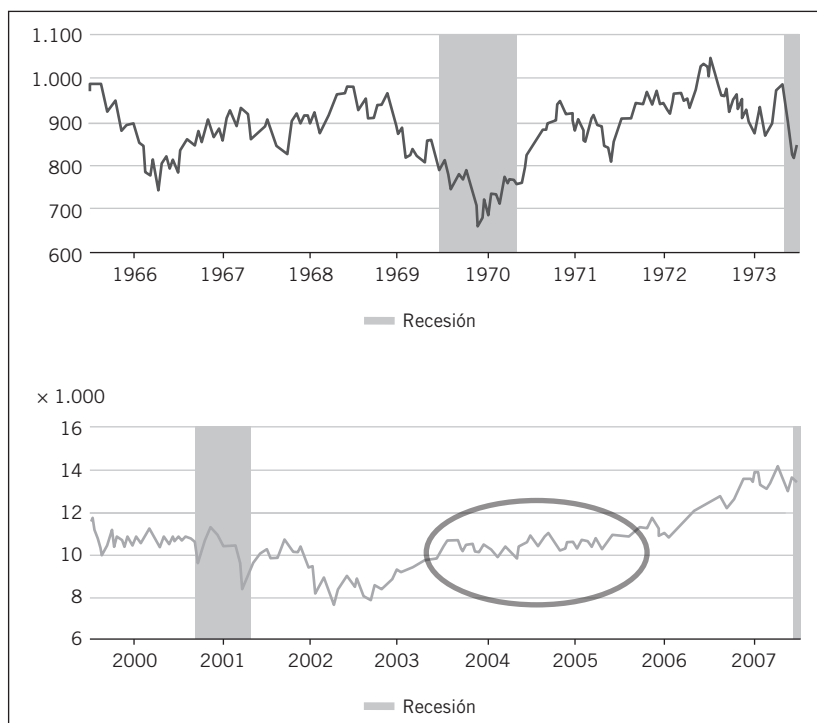
Pues bien, el 17 de junio de 2014 en una conferencia organizada por @Unience había que intentar adivinar una vez más por dónde irían las bolsas de Estados Unidos (la conferencia se puede encontrar entrando en la web de Unience).

Hacerlo tras la evidencia de lo que había sucedido con la superación de su último máximo histórico tenía su dificultad pero en algún punto de la conferencia yo llegaba a la alternativa entre estas dos posibles conclusiones;

1. O el paralelismo histórico ha dejado de funcionar y consecuentemente, los QE han conseguido que Estados Unidos se salte dos recesiones
2. o el patrón histórico sigue funcionando lo que exige (de las bolsas):
 - a) un frenazo vía fuerte corrección, o
 - b) un frenazo vía movimiento lateral, o
 - c) una combinación de ambos.

En línea con lo que viene siendo mi manera de enfocar los acontecimientos, en bolsa o fuera de ella, yo me inclinaba por lo

Gráfico 1.10. Comparación de la evolución del Dow Jones en 1966/1973 y en 2000/2007



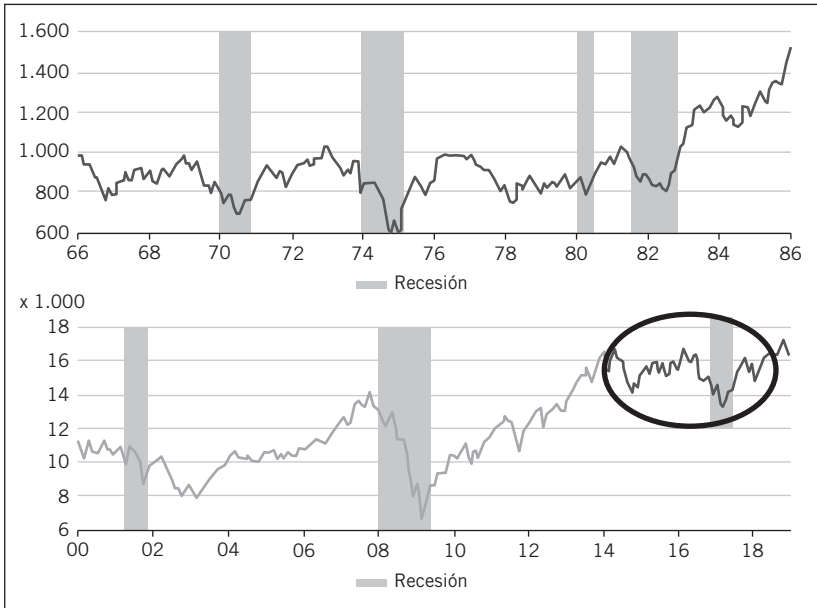
Fuente: Thomson Reuters Datastream

segundo: «La baja volatilidad reciente indica que parece que se inclina por un movimiento lateral como el iniciado en noviembre de 2013». Y procedía a comparar la situación con momentos parecidos del pasado, preguntando: ¿qué hubiera pensado en 2003 alguien que analizara las bolsas con el chartismo histórico?

La conclusión hubiera sido que el desarrollo del ciclo bursátil entre 2000 y 2003 había sido demasiado rápido (si se comparaba con la evolución entre 1966 y 1969) y que se imponía por tanto un parón. Ese parón se produjo entre los años 2004 y 2005 en que el DJI tuvo un movimiento lateral:

Pues bien, con esa inspiración, la inferencia era que en 2014 el ciclo llevaba una anticipación de entre tres y cinco años (por simplificar, pongamos cuatro). De ahí que las conclusiones fueran:

Gráfico 1.11. Comparación de dos períodos del DJI (en la parte inferior, con proyección futura para 2015-2018)



Fuente: Thomson Reuters Datastream

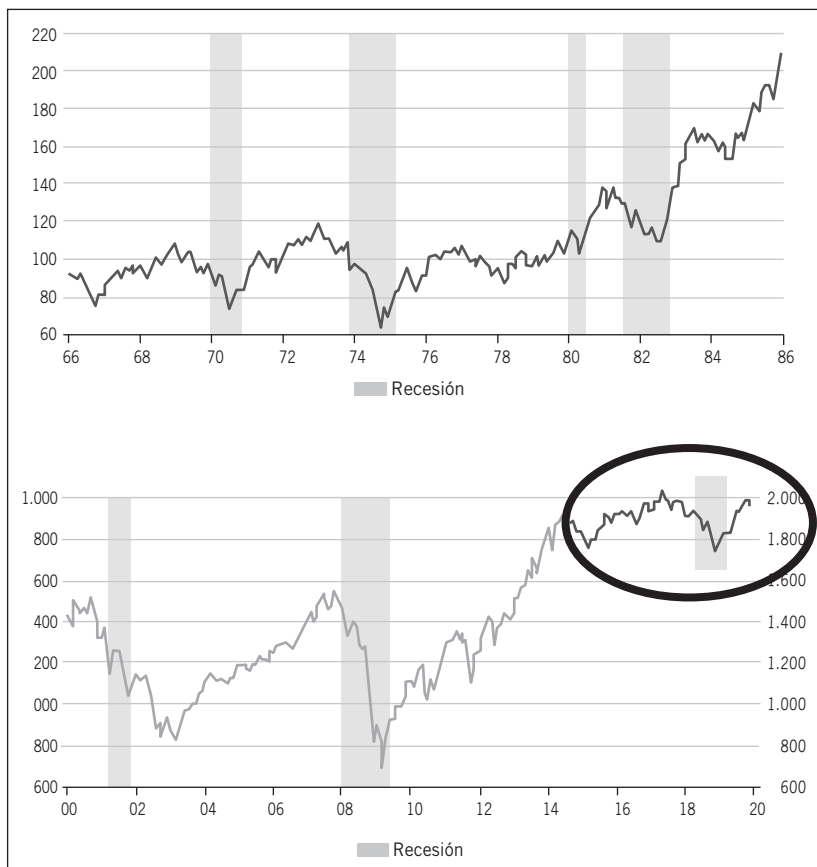
1. Se impone un frenazo de cuatro años,
2. que lo más razonable sea mezcla de corrección y estancamiento, o
3. corrección muy lenta y profunda (como la de 1966-1970),
o
4. estancamiento.

Y dibujaba el futuro de los cuatro años siguientes en la parte inferior del gráfico, con ese movimiento lateral entre 13.000 y 17.500 que está enmarcado dentro de un círculo.

Lo que sucedió entre junio de 2014, cuando se hizo esa afirmación, y el inicio de 2016 es un movimiento lateral de esas características, por ahora, entre 15.370 y 18.351.

También se hacía una proyección parecida para el índice S&P 500 que habría de oscilar entre 1.700 y algo más de 2.000. Que es, por ahora, lo sucedido.

Gráfico 1.12. Comparación de períodos y proyección futura de la evolución del S&P 500 a 2015-2018



Fuente: Thomson Reuters Datastream

Coda: si se hace un juego de manos y se toma como referencia el índice para toda la bolsa de Nueva York, el NYSE Composite, la predicción de no superar el máximo de 2007 de manera sostenida aún se cumplía en abril de 2016. También se cumple (sin juego de manos) la predicción de 2012 para los índices de bancos: el americano KBW y el DS de bancos españoles.

Los ciclos... todos iguales, todos distintos...