

# CÓMO ACABAR DE UNA VEZ POR TODAS CON LOS MERCADOS

UN MANUAL PARA SABER  
QUÉ HARÁN LOS MERCADOS Y CÓMO  
UTILIZARLO EN BENEFICIO PROPIO

**JUAN IGNACIO CRESPO**

UN VIAJE POR EL ENTRAMADO DE LA CASTA,  
EL DINERO Y EL PODER POLÍTICO

DEUSTO



# **Cómo acabar de una vez por todas con los mercados**

Un manual para saber  
que harán los mercados y cómo utilizarlo  
en beneficio propio

**JUAN IGNACIO CRESPO**



EDICIONES DEUSTO

© 2014 Juan Ignacio Crespo

© Centro Libros PAFP, S.L.U., 2014

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

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Diseño de cubierta: Departamento de Arte y Diseño, Área Editorial Grupo Planeta

Imagen de cubierta: © Xinhua / Eyevine / Contacto

ISBN: 978-84-234-1854-1

Depósito legal: B. 5.760-2014

Primera edición: abril de 2014

Preimpresión: Medium

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

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](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

# Sumario

---

<b>Introito. Piedad, sabiduría y elocuencia . . . . .</b>	<b>11</b>
---	-----------

## PRIMERA PARTE

### LOS MERCADOS SON MÁS RISIBLES QUE TODOPODEROSOS

<b>1. La República Francesa y los «gnomos de Zúrich». . . . .</b>	<b>15</b>
<b>2. Los mercados financieros y Louis Pasteur: historias de la oblicuidad . . . . .</b>	<b>35</b>
<b>3. Dos académicos y una ballena en Londres . . . . .</b>	<b>47</b>
<b>4. La economía como mala teología. . . . .</b>	<b>65</b>
<b>5. También encontré premios Nobel felices . . . . .</b>	<b>76</b>
<b>6. <i>Brokers</i> que espían taxistas . . . . .</b>	<b>90</b>
<b>7. De la robo-firma a las cajas de ahorros: una opereta en mitad del diluvio . . . . .</b>	<b>103</b>

## SEGUNDA PARTE

### EL AHORRO MUNDIAL ACUMULADO LOS HACE ESPECIALMENTE VULNERABLES

<b>8. El exceso de ahorro mundial los hace vulnerables . . . . .</b>	<b>115</b>
<b>9. Apocalípticos e integrados. . . . .</b>	<b>131</b>

TERCERA PARTE

SU COMPORTAMIENTO,  
CONTRA LO QUE DICEN LOS ACADÉMICOS,  
ES PREDECIBLE

10. Los mercados y las guerras . . . . .	147
11. De nuevo a vueltas con el chartismo histórico . . . . .	159
12. Iguales y diferentes . . . . .	173
13. Cómo identificar el inicio de un ciclo de Bolsa estancada . . . . .	189
14. Un intento de formalización y otro de explicación . . . . .	199
15. Falacias, tópicos y tipos de cambio . . . . .	211
16. El curso de las materias primas también es predecible . . . . .	236

CUARTA PARTE

SU PODER RESIDE  
EN QUE MIENTRAS LOS MERCADOS SON GLOBALES  
LOS GOBIERNOS SON LOCALES

17. Los bancos también lloran. . . . .	247
18. Nostalgia de gobierno mundial: lo que pueden los gobiernos . . . . .	257
19. Las tres jaculatorias del euro . . . . .	265
20. Argentina bailando el <i>pari passu</i> : la paradoja de los impagos . . . . .	277
21. La vida es más lenta que la historia. Viaje al futuro . . . . .	285
Coda final. La vida es más lenta que la historia . . . . .	297
Agradecimientos . . . . .	301
Bibliografía . . . . .	303

## **La República Francesa y los «gnomos de Zúrich»**

En muchas ocasiones los comentarios de analistas financieros y operadores de mercados siembran la confusión entre ellos mismos y entre los periodistas que les citan cuando intentan explicar la causa próxima de las subidas o de las caídas de los precios en los mercados de deuda pública, en la Bolsa o en los mercados de divisas. En los últimos años ha habido abundante prueba de ello.

Es todo fruto de esa necesidad general que todo el mundo tiene de encontrar una explicación a todos los sucesos, no sólo por curiosidad intelectual sino porque, confiados en que, al tener la explicación, podremos verlos venir en la siguiente ocasión, podremos beneficiarnos de ellos o, al menos, protegernos contra sus efectos negativos.

También surge de la necesidad que tiene quien debe escribir un artículo diario o semanal de poder transmitir algo de conocimiento del bueno (y no sólo la pura descripción de los hechos) y que se ve presa del síndrome de la hoja en blanco (ahora, de la pantalla en blanco) y de la hora límite para entregar el texto escrito.

Y todo proveniente de otra necesidad aún más acuciante que tienen los analistas económicos y financieros de todo tipo, así como los gestores de activos, de dar una buena explicación a sus clientes del porqué de las decisiones que han tomado, ellos u

otros dentro del mismo banco, gestora de fondos o sociedad de valores, para rentabilizar (o, a veces, sin pretenderlo, para deteriorar) su fortuna.

Al final se crea un tren de explicaciones banales que giran en un círculo vicioso en el que los periodistas copian a los analistas y especialistas de gestión de activos y éstos, cuando son jóvenes e inexpertos, copian a los periodistas a los que leen con fruición para poder mostrar que las decisiones que toman tienen un respaldo, si no teórico, al menos que suene vagamente empírico.

Y así va girando la rueda de las explicaciones aparentemente bien fundadas que no tienen otro respaldo que razonamientos genéricos que recuerdan esencialmente a los silogismos de la escolástica medieval. Y todo por no quedarse, cuando la Bolsa sube, con una explicación ramplona: que son más los que compran que los que venden. O, mejor dicho, que los que compran tienen más capacidad de tiro (es decir, más dinero disponible y ganas de comprar) que títulos sacan al mercado los que venden. O, ya buscando la precisión casi total, que quienes compran, al mostrar un deseo demasiado intenso de hacerlo, provocan que los que venden sitúen los precios a los que están dispuestos a vender cada vez más arriba.

Y no es que muchos de esos argumentos carezcan de base. No. Es que simplemente se suple la carencia de información interna y más o menos confidencial que manejan los incontables agentes financieros con un argumento razonable que las más de las veces tiene poco que ver con lo que de verdad ha estado sucediendo. O que sí tiene que ver, pero sólo con una o dos de las múltiples facetas de la realidad del día a día que intervienen en la formación de los precios en los mercados financieros y que, por lo tanto, difícilmente pueden captar la esencia de lo que sucede, y mucho menos la resultante de todas ellas.

En los últimos años ha habido hechos muy sonados para los que cualquier explicación en el mismo día o en la misma semana en que tuvieron lugar estaba llamada a cosechar un estruendoso ridículo, ya que habían entrado en acción fuerzas subterráneas (o que, al menos, no estaban, en el momento, a la vista), lo que volvía imposible encontrar una buena explicación si no se estaba

en el ajo de lo que estaba sucediendo. Sin que esto tenga nada que ver con conspiraciones ni «fuerzas oscuras»: simplemente se trata de decisiones de actuación en los mercados financieros que quienes las toman las mantienen en el secreto más absoluto, durante todo el tiempo que pueden para jugar con el efecto sorpresa, por una parte, y para protegerse de la reacción adversa de los demás agentes que actúan en los mercados, por otra.

Así, nadie que quiera vender un paquete voluminoso de acciones en Bolsa lo hará público ingenuamente. De lo contrario, los posibles interesados en comprar situarán sus órdenes de compra lo más bajo posible, sabedores de que la venta de un volumen importante, si no se hace de forma muy mañosa, presionará los precios a la baja. Y si es pública y notoria la necesidad acuciante de vender que tiene quien pone esas acciones a la venta, con más motivo.

Y lo mismo puede decirse de la venta de un negocio o de un inmueble.

Lo poco razonado de muchos de los comentarios hace que en ocasiones se vean titulares o comentarios como éste: «Las Bolsas caen por la recogida de beneficios», lo que resulta gracioso cuando dentro del mismo artículo puede uno perfectamente encontrarse el relato de que a muchos de los *traders* u operadores y gestores les saltaron las órdenes llamadas *stop-loss* (es decir, órdenes de venta para cortar en seco las pérdidas cuando éstas superan un cierto nivel), con lo que la conclusión es que algunos recogieron los beneficios y otros muchos lo que recogieron fueron pérdidas (limitadas, pero pérdidas).

Igualmente, hay otro tipo de explicaciones en los comentarios diarios sobre las Bolsas que suele referirse a que «el dinero salió de las Bolsas para refugiarse en renta fija» sin tener en cuenta tres factores que pueden impedirlo:

1. Que hay veces en que, aunque la Bolsa caiga, no sale demasiado dinero como producto de esas ventas (son los días en que el volumen negociado es escaso y podría llegar al caso extremo de que las Bolsas caigan sin que se hayan cruzado más que unas pocas operaciones; en el lenguaje de la antigua



Bolsa española solía encontrarse la expresión «papel sin operaciones», que es lo que su nombre indica: que había quien quiso vender pero no encontró compradores).

2. Que quien compró, sacó su dinero de algún lado y que si el origen del dinero era consecuencia de liquidar una inversión previa en renta fija, se podría dar la paradoja de que aunque hubieran caído las Bolsas hubiera salido más dinero de la renta fija que el que hubiera entrado en ella.
3. Que muchas de las veces quien vende en Bolsa, con el dinero que obtiene de esa venta no se va corriendo a comprar otra cosa o a realizar otra inversión, sino corriendo (figuradamente, claro) al banco, a devolver el préstamo que le hicieron y con el que había realizado la inversión en Bolsa que ese día liquidó.

## **Société Générale y uno de los días del fin del mundo**

El día 21 de enero de 2008, y de manera inexplicable, se produjo una fuerte caída de las Bolsas europeas. Nadie sabía la causa y, aunque las Bolsas habían estado flojeando durante los tres meses anteriores, las proporciones de la caída ese día contrastaban claramente con el goteo que había caracterizado esos meses previos. Todo el mundo pensó que «alguien sabía algo» catastrófico, y sin preguntar, hizo lo que se hace en esas ocasiones: echar a correr por la simple razón de ver correr a los demás. Y correr en este caso significaba vender.

Por la tarde, y en medio de un ambiente tensísimo, la Reserva Federal decidió precipitadamente bajar su tipo de referencia para los préstamos a un día en el mercado interbancario. Lo hizo como en una reacción automática y de libro: para tranquilizar a los mercados y por si la Bolsa estaba anticipando una recesión económica mundial. Pero lo hizo sin saber cuál era la causa de aquel pánico bursátil.

Pocos días más tarde se descubrió lo que había sucedido: el gran banco francés Société Générale (en adelante SocGen) había sido víctima de un gran engaño por parte de uno de sus ope-

radores de Bolsa, Jérôme Kerviel, que había tomado posiciones enormes (según *Le Monde*, de hasta 49.000 millones de euros) sin consentimiento de sus superiores y sin autorización de ningún comité del banco con poderes para tomar decisiones tan importantes. Al tener conocimiento de la situación, la dirección de SocGen decidió liquidar aquellas posiciones a toda velocidad, temerosa de que las pérdidas de aproximadamente 5.000 millones de euros que parecía que ya acumulaba la cartera de inversión construida por Kerviel terminaran creciendo aún más y llevándose por delante al banco (cosa que estuvo muy cerca de suceder). La causa cercana era algo que nadie, excepto la cúpula del banco francés, conocía, pero eso no fue óbice para que las especulaciones e interpretaciones de todo tipo recorrieran mercados y redacciones. Incluso la todopoderosa Reserva Federal se movía en la más absoluta obscuridad, aplicando la política estándar en una situación así: bajar los tipos de interés para contener la caída de las Bolsas.

Al día siguiente de esa fuerte caída de enero de 2008, y también buscando una interpretación a lo que estaba sucediendo, apareció en las páginas de *El País* un artículo mío titulado «¿Puede acotarse la caída de las Bolsas?», en el que comentaba que probablemente la economía norteamericana había entrado ya en recesión (lo había hecho el mes anterior, aunque no se confirmaría hasta un año más tarde) y que lo esperable era que los índices de Bolsa cayeran un 50 por ciento. *El País*, por su parte, había encabezado la sección en la que aparecía el artículo con un expresivo: «Análisis: El hundimiento de los mercados». Durante los siguientes cinco años éste sería un titular recurrente. El artículo puede encontrarse en la web de *El País*: [http://elpais.com/diario/2008/01/22/economia/1200956406\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2008/01/22/economia/1200956406_850215.html).

Cuatro años y medio más tarde el administrador infiel Jérôme Kerviel fue condenado a cinco años de prisión (de los que tres eran firmes) y dos de inhabilitación, además de a pagar a SocGen 4.900 millones de euros por haber llevado casi a la quiebra al segundo banco francés por capitalización bursátil (es decir, por el valor total que le daba la cotización de sus acciones en Bolsa) en el año 2008. La juez Mireille Filippini rechazó

GRÁFICO 1.1 **Cotización de Société Générale en 2008**

Fuente: Thomson Reuters Datastream.

su recurso para evitar la cárcel el 24 de octubre de 2012. Tras esa condena, Kerviel recurrió a la Corte de Casación, abriendo diversos frentes judiciales contra su antiguo patrón acusándole, entre otras cosas, de haber agravado las pérdidas al liquidar la cartera de inversión precipitadamente. En el verano de 2013 ya iba por el cuarto de esos frentes, y el 13 de febrero de 2014, cerrándose ya este libro, estaba previsto que la Corte Suprema francesa examinara el recurso de Kerviel que impediría su entrada en prisión, un poco más de seis años justos después de que todo aquello sucediera. En sus recursos y en sus declaraciones a la web católica Aleteia, Kerviel, como haría un niño pequeño, se excusó en parte diciendo que había hecho lo que le habían enseñado a hacer en SocGen. Usando un lenguaje bíblico, poco propio de un operador de mercados, decía de sí mismo: «Soy el monstruo creado y regurgitado por el mundo de las finanzas». Vamos..., Jonás y la ballena al mismo tiempo.

## **Primero como tragedia, etc.**

A Karl Marx le gustaba utilizar una cita de Hegel (y lo hizo al comienzo de su opúsculo *El 18 brumario de Luis Bonaparte*) según la cual «todos los personajes de la historia universal se producen, como si dijéramos, dos veces». Y añadía Marx de su cosecha: «Pero se olvidó de agregar: una vez como tragedia y otra vez como farsa».

En los mercados eso es algo tan corriente que el drama (pues sería exagerado hablar de tragedia, como han hecho muchos durante la crisis del euro dejándose llevar por el recurso facilón de añadirle el calificativo de «griega») y la farsa suelen ir entreverados casi siempre. El drama de Jérôme Kerviel, ya de por sí bastante teñido de farsa, tendría poco después su réplica en la farsa total de Adoboli.

## **La farsa de Adoboli**

En aquellos días de enero de 2008 el banco UBS (Unión de Bancos Suizos) envió a su *staff* dos correos electrónicos (de esos que convocan a la mala suerte) señalando lo que había ocurrido en SocGen e insistiéndoles en la necesidad de una buena supervisión. Entre los que recibieron el correo estaba un joven africano de nombre Kweku Adoboli, que tres años después repetiría la hazaña de Kerviel en Londres provocándole a UBS 2.300 millones de dólares en pérdidas.

También Adoboli recibió una fuerte condena: siete años de cárcel por dos delitos de «fraude por abuso de posición», aunque quedó absuelto de cuatro acusaciones de falsedad contable. En el caso de Adoboli, el engaño se produjo en un sector de los mercados poco conocido por los legos en materia financiera: la clonación de ETFs (o Exchange-Traded Funds), que es el nombre que reciben en inglés los fondos de inversión que cotizan en Bolsa en tiempo real, y que no hay que confundir con los fondos de inversión convencionales (los que se pueden suscribir en cualquier entidad bancaria desde hace muchos años, cuyo precio

se calcula una sola vez al día y que es la resultante de aplicar a la cartera de valores del fondo el precio de cierre de la Bolsa o el mercado correspondiente).

Adoboli, hijo de un diplomático de Ghana, rompió a llorar al conocer la sentencia. En medio del drama aparece la dosis de comicidad que casi siempre se infiltra en los asuntos humanos: entre la masa de e-mails que Adoboli recibió o envió, apareció uno que le dirigió una amiga, Sarah Moore, en aquellos lejanos días de 2008 confesándole el miedo que le daba pensar que pudiera terminar como Kerviel, hasta tal punto encontraba parecido entre ambos. El engaño de Adoboli lo desveló él mismo enviando a sus colegas un e-mail bomba en septiembre de 2011 confesando el engaño en el que les había tenido durante más de tres años y las pérdidas acumuladas en ese tiempo.

Pero en esta faceta entre dramática y ridícula no sólo se ven envueltos los operadores de los mercados que, de vez en cuando, como en el caso de Kerviel y Adoboli, convierten el oficio de ganar enormes sumas de dinero en el tan cercano papel de provocar enormes pérdidas, las más de las veces al dinero ajeno. También las actuaciones de los gobiernos y de los bancos centrales terminan provocando resultados paradójicos que ponen de relieve algo que todo el mundo conoce pero que todo el mundo olvida con frecuencia, y es que los lazos entre los diferentes sectores de la economía global son tan intrincados e invisibles que es prácticamente imposible prever cuándo se van a combinar, y de qué forma, para dar resultados totalmente inesperados. Aunque en la mayor parte de las ocasiones no sea un problema de invisibilidad de las conexiones (aunque también sea en parte eso) sino de su cuasi-infinitud: los lazos entre los agentes en los mercados son casi incontables, y sus posibles combinaciones también, lo que termina provocando resultados sorprendentes, no por la ignorancia de su existencia (que también puede darse) sino por la incapacidad de considerar todas y cada una de las alternativas y combinaciones, así como de las probabilidades respectivas de materializarse en resultados llamativos (suponiendo que, a su vez, esas probabilidades pudieran estimarse de manera más o menos fiable).

## Los gnomos buenos salvan a la eurozona de la crisis

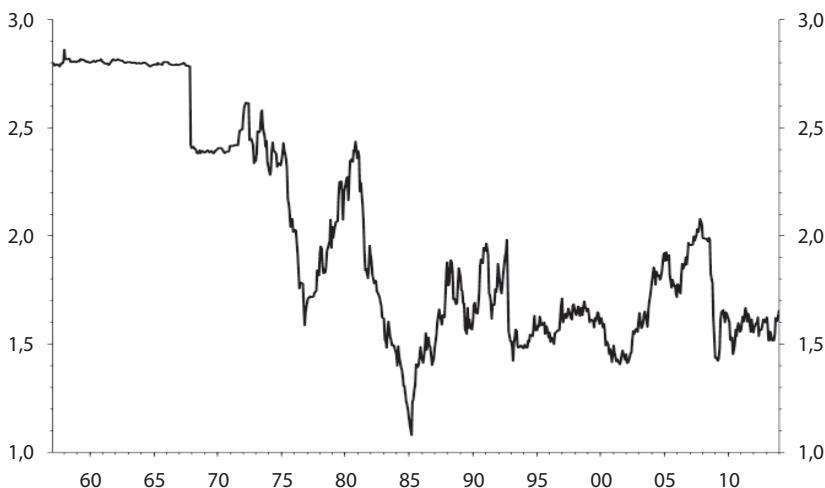
En los años 2010, 2011 y 2012, como fruto del pavor que generaba la crisis de la eurozona entre las clases acomodadas de Europa del Sur (y entre los ricachos de todo el mundo), el franco suizo no hizo más que apreciarse. No era nada raro, puesto que Suiza siempre había atraído a capitales miedosos y desde hacía muchas décadas actuaba como país en el que refugiarse y hacer compañía a los «gnomos» que Harold Wilson había hecho famosos.

¿Y quiénes eran esos gnomos? Hay que retroceder cincuenta años, hasta 1964 como mínimo, para averiguarlo. En aquellos fabulosos años sesenta diversos miembros del Partido Laborista británico, entre ellos el primer ministro, Harold Wilson, mostraron su irritación con la especulación bajista a que era sometida la libra esterlina atribuyendo la responsabilidad en 1964 a los «gnomos de Zúrich». Se sobreentendía que esos gnomos no eran otros que los banqueros suizos, cuya fama se remonta a siglos atrás y a los que ya aludía Voltaire de forma irónica con una conocida frase: «Si ves a un banquero suizo saltar por la ventana, salta tú también: seguramente es una nueva forma de ganar dinero».

Se comprende el rencor de Wilson sin más echando un vistazo al gráfico 1.2, en el que se muestra la devaluación de la libra esterlina frente al dólar llevada a cabo en 1967 por el gobierno británico: es el escalón que la lleva desde 2,80 dólares por libra a 2,40 dólares por libra.

En esa época esos saltos en la cotización no eran nada habituales, ya que las monedas tenían paridades fijas frente al dólar y entre sí, y sólo se producían saltos bruscos cuando se decretaba una devaluación o una revalorización, algo que los gobiernos trataban de evitar a toda costa, en el primer caso por motivos de prestigio propio y orgullo nacional, y en el segundo, para evitar la pérdida de competitividad internacional. Eso hacía que la evolución de la cotización de las divisas se reflejara en los gráficos mediante líneas casi horizontales interrumpidas de tarde en tarde por algunos saltos. Posteriormente, con la adopción a partir de 1971 de los tipos de cambio variables o flotantes, esos movimientos bruscos se volvieron mucho más comunes.

GRÁFICO 1.2 **Evolución de la cotización de la libra esterlina frente al dólar (\$ por libra)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Por ejemplo, en 1992, cuando la libra tuvo que abandonar el Sistema Monetario Europeo, se observa un salto parecido, aunque los causantes de esa expulsión ya no serían los «gnomos de Zúrich» sino un gnomo de Budapest, húngaro por tanto de nacimiento, llamado George Soros, quien lanzaría contra la moneda británica el ataque especulativo individualizado quizá más famoso de la historia. Pero para entonces el poder de los «gnomos de Zúrich» ya se había trasladado a la propia City de Londres, donde probablemente también estaba en 1964 aunque a Wilson le resultara mucho más difícil de explicar que además de tener gnomos en casa, no sabía cómo controlarlos.

***Too much love will kill you***  
**(Demasiado amor, por Suiza, es perjudicial)**

Al igual que había ocurrido en los años sesenta (cuando el gobierno suizo tuvo que imponer una penalización a los capitales que le llegaban de fuera), la atracción ejercida sobre los capitales ex-

tranjeros entre 2010 y 2012 estaba acabando con la competitividad de la industria del país, provocando una apreciación excesiva del franco suizo, que llegó a cotizar a 1,20 contra el euro. Al llegar a ese nivel, el Banco Nacional Suizo o BNS (que es el banco central del país), regido entonces por un gobernador joven y sin miedo a las operaciones heterodoxas, Philipp Hildebrand (procedente, ¡cómo no!, de Goldman Sachs, donde había trabajado de banquero de inversión), decidió convencer a su consejo de gobierno de que el banco debía intervenir en el mercado abierto e impedir que el franco suizo se apreciara por encima de 1,20 francos suizos por euro (aunque parezca que se está diciendo lo contrario, apreciarse por encima de 1,20 es lo mismo que decir que por un euro cada vez se obtiene una cantidad menor de francos suizos; por ejemplo, 1,15 o 1,10; otra manera de expresarlo, más en consonancia con el orden de los números, es decir que el BNS quería impedir que el euro se depreciara por debajo de 1,20 francos suizos por euro).

Dicho y hecho, el BNS hizo pública su decisión de contener la marea que elevaba la cotización de la moneda suiza. El BNS jugaba con la ventaja de que la moneda de Suiza era favorecida por los flujos de capitales y no al revés, pues, como las reservas de divisas suelen ser finitas, cuando un banco central se empeña en gastarlas defendiendo a su moneda, puede llegar un momento en que se quede sin munición, como le pasó al Banco de Inglaterra defendiendo la libra esterlina en 1992.

En este caso, ése no era el problema: para depreciar el franco, lo único que tenía que hacer era comprar todos los euros que fuera necesario, utilizando como moneda para ello los francos suizos que podía crear en cantidad ilimitada y surgiendo directamente de la nada...

## **La capitalista Suiza al rescate de la Francia socialista**

En esta historia trufada de gnomos y banqueros, y en un país fronterizo con Suiza, Francia, dio la casualidad de que esa misma primavera (la de 2012) ganaba las elecciones presidenciales el candidato del Partido Socialista, François Hollande.