

LA PARADOJA DE WALL STREET: ENTRE EL MÁXIMO HISTÓRICO Y EL ALTO PRECIO DEL MIEDO

El 2025 se perfila como uno de los mejores años recientes para los mercados de renta variable. El S&P ha roto al menos 33 veces su máximo histórico, mientras se cierran acuerdos comerciales por billones de dólares entre Estados Unidos y el resto del mundo, y el entusiasmo por la inteligencia artificial impulsa tratos corporativos multimillonarios.

Todo esto ocurre en medio de una racha alcista que se extiende desde 2019, comparable solo con la vivida en los años noventa durante el auge de las *dot-com*. Una época donde el optimismo parecía inagotable.

Ahora, ¿estamos viviendo la misma burbuja tecnológica que vivimos el 2000? ¿La Inteligencia Artificial realmente vino a revolucionar no solo la vida de todos, si no que del mercado accionario? ¿Estamos viendo todas las señales, o solo las que queremos ver?

Por Nicolás Cánepa, CFA.

La Fiesta Tiene Fundamentos: Utilidades que Sí Acompañan los Precios

En las últimas semanas se ha instaurado la interrogante de si es que estamos viviendo una burbuja, dado los máximos históricos y las valorizaciones de las acciones del S&P, ya que estas denotan un nivel “alto” en términos de su historia (sobre una desviación estándar sobre su promedio). Sin embargo, no hay que desmerecer el nivel de ingresos de las empresas que hoy componen el índice: Nvidia tiene ingresos trimestrales por USD46.74 billones; es decir, una sola empresa de las “7 magnificas” genera ingresos anuales por sobre la mitad del PIB de Chile. Si sumamos lo que estas mismas compañías han “prometido” invertir solo en el desarrollo de la inteligencia artificial (USD560 billones de dólares) el monto equivale a cerca del 25% del PIB de Rusia, uno de los países con mayor producto interno bruto del mundo. Da algo de NVDA, ¿no?

Ahora bien, no debemos basar nuestro análisis exclusivamente en este grupo concentrado de acciones, ya que no son las únicas sosteniendo el mercado. La última temporada de resultados corporativos de Estados Unidos trajo consigo cifras igualmente impresionantes: un 86% de las empresas del S&P reportaron ganancias por sobre lo esperado. En otras palabras, casi 9 de cada 10 empresas de las 500 de mayor capitalización bursátil del país, superaron las proyecciones, con expectativas de crecimiento de EPS (*earnings per share*) entre 12-15% para el 2026.

Entonces, ¿es justo decir que estamos en una situación igual al 2000, en donde se estima que solo el 25% de las empresas que cotizaban en el NASDAQ generaba ganancias? Al parecer no. Pero no hay que desmerecer las señales ocultas del mercado.

Cuando el Miedo se Viste de Dorado: Una Señal Histórica

Probablemente lo que tenga más “nervioso” a varios inversionistas – y que más se ve reflejado en diarios y noticias- es el precio del oro. El 21 de octubre de este año, el oro alcanzó un nuevo máximo de USD4.381.- por onza, con un retorno anual de más del 50%.

Ahora, ¿por qué el precio del oro podría relacionarse con la idea de “burbuja”? Porque históricamente ha sido un activo de refugio entre inversionistas. Desde 1944 y hasta el 15 de agosto de 1971, el sistema de Bretton Woods establecía que las reservas monetarias, o el precio de la moneda de un país, estaban atadas a la cantidad de oro que mantenían en sus bóvedas. Ese día, Richard Nixon decidió revocar dicho acuerdo, y desde entonces las monedas fluctúan libres contra un mineral escaso y valioso. Gracias a esto, el oro ha pasado a ser un activo de refugio (*safe-haven*) dado que aún mantiene un valor histórico y tangible, es un bien escaso, protege contra la inflación y tiene una baja correlación con el mercado accionario. Ahora, dado el retorno de este año surge la duda: ¿será una clase de activo que se “pone al día”? Desde la recuperación post crisis financiera, el S&P ha rentado un +652% mientras el oro un +372%, o bien, ¿será una paradoja, dado que

generalmente el metal brilla cuando el mercado cae? Quizás la respuesta la encontramos en otro lugar, en una anomalía que demuestra que la aversión al riesgo ha distorsionado el precio de la seguridad: la Baja Volatilidad

El Precio de la Seguridad: La Paradoja de la Baja Volatilidad

Haugen y Baker en 1991, reforzaron una poderosa idea: las acciones de mínima volatilidad, en el largo plazo, debiesen tener un mejor retorno ajustado por riesgo que las acciones de alta volatilidad. Este fenómeno conocido como *Low Volatility Anomaly* o Anomalía de la Mínima Volatilidad, recibe su nombre porque contraviene el principio central del CAPM: a mayor riesgo, mayor retorno. Para entender por qué esta anomalía persiste, es necesario introducir otro concepto: las restricciones de apalancamiento (*leverage constraint*) que enfrentan muchos actores del mercado. Las limitaciones al endeudamiento impiden que grandes agentes (como fondos de pensión) puedan apalancar sus acciones de mínima volatilidad; por ende, se ven obligados a buscar retornos en activos más riesgosos. Este exceso de demanda infla el precio de las acciones más volátiles y reduce su retorno esperado. El resultado teórico es claro: las acciones de mínima volatilidad y sus derivados debiesen tener un precio menor. Y aquí entra nuestra nueva paradoja: actualmente no es así.

Hoy estamos viendo opciones sobre índices de mínima volatilidad cotizando con primas superiores a las del S&P 500. Esta es la verdadera señal. Mientras el mercado minorista (*retail*) impulsa las acciones más calientes por FOMO (*Fear of Missing Out*) y efectos de rebaño (*herding*), generando ese *momentum* inagotable y una percepción de optimismo irreflexivo, los actores más sofisticados están haciendo lo opuesto. La sobrevaloración de la “seguridad” y la cobertura de volatilidad denota que los agentes que sí pueden acceder a estos derivados están pagando un precio premium por reasegurar su cartera y tomar resguardos. El mercado está sobrevalorado, sí, con fundamentos sólidos, pero esta anomalía de precios revela que, bajo la euforia superficial, la aversión al riesgo nunca ha sido tan alta.

La Batalla Invisible: Comportamiento Humano vs. Mercado

Entonces solo queda preguntarse qué fuerza prevalecerá hacia fin de año: un mercado alcista impulsado por los sesgos conductuales (*behavioral finance*) de algunos inversionistas, sumado al entusiasmo de la inteligencia artificial que parece tener un impacto importante no solo en su sector, sino que en todo ámbito de la sociedad, o bien, la cautela de otro grupo que entiende que estamos viviendo un periodo de volatilidad y precios que no se veían desde los noventa, con fundamentos más sólidos, sí, pero entendiendo que quizás es mejor estar en otro tipo de activo, al menos hasta una eventual corrección en las valorizaciones para poder aprovechar nuevamente un nivel de entrada interesante a un mercado que, sin duda, seguirá marcando tendencia en los años que vienen. Lo único que se puede concluir con certeza es que nos encontramos entre el máximo histórico y un alto precio del miedo.