

# ¿Susto bursátil, o algo más?



El acontecimiento económico de esta semana ha sido, sin duda, el revolcón bursátil del lunes y el aumento de la volatilidad de las bolsas. Aunque han corrido ríos de tinta estos días, vale la pena analizar los argumentos utilizados para justificar lo sucedido y evaluar su factibilidad. En primer lugar, hay que señalar que los mercados bursátiles llevaban varias semanas dando señales de un cambio en el patrón de los últimos años, basadas fundamentalmente en el rápido aumento del valor de las acciones de unas pocas tecnológicas. Los llamados *siete magníficos* (Apple, Meta, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla y Nvidia) han explicado gran parte de las ganancias de los mercados de valores (el 52% del incremento del S&P hasta junio venía explicado por estas empresas). Hace varias semanas se empezó a producir un viraje hacia los valores de empresas de baja capitalización junto con la venta de las grandes tecnológicas. Este movimiento se vio confirmado por la decisión de Warren Buffet de deshacerse de un enorme paquete de acciones de Apple que figura en la cartera de Berkshire Hathaway.

La justificación más repetida para explicar esta caída del precio de las acciones de la última semana es la caída en la rentabilidad de las acciones por el aumento del tipo de interés. Sin duda, la subida de los tipos de interés hace que el valor descontado de los beneficios futuros sea menor y hace ganar atractivo a los bonos. Y cuanto más tiempo se espere que tarde una empresa en producir beneficios, menos valiosos serán los dividendos futuros con la subida de los tipos. Por eso el capital riesgo ha tenido dos años bastante malos. Pero este hecho difícilmente puede explicar lo sucedido, puesto que hace tiempo que el tipo de interés subió y en la actualidad está en fase de disminución. De hecho, tampoco es plausible pensar que los tipos de interés se retrasarán puesto que las últimas señales de los bancos centrales señalaban a bajadas. Esta situación se entendería si las expectativas de cambios futuros de los tipos de interés apuntaran a una reducción de las bajadas esperadas, como sucedió hace un año. Pero en la actualidad la situación es la contraria: en Estados Unidos se esperan entre cuatro y cinco bajadas de un cuarto de punto cuando hace dos semanas se esperaban tan solo dos o, como máximo, tres.

Otro factor también muy socorrido son los datos del mercado laboral norteamericano de la semana anterior, que apuntaban a una creación de empleo menor que la esperada y un pequeño aumento del desempleo. También es cierto que hay muchas empresas como Disney, Airbnb, Hilton, McDonald's, Procter & Gamble o Starbucks que están viendo un debilitamiento del consumo, aunque en ningún caso dramático. La probabilidad de una recesión ha subido, pero solo diez puntos, hasta el 25%. Estos cambios difícilmente pueden explicar movimientos bruscos en las bolsas excepto si los mercados están especialmente susceptibles a la incertidumbre. Un ejemplo claro de esta susceptibilidad se dio el jueves pasado cuando una pequeña caída de las peticiones de desempleo semanales provocó la mayor subida del Nasdaq desde noviembre del 2022.

Otra explicación muy generalizada del aumento

de la volatilidad es el efecto agosto. La reducción de la liquidez en los mercados de acciones por las vacaciones de muchos operadores puede producir grandes movimientos de los precios con pocas transacciones. Pero esto era más probable hace 20 años. En la actualidad, los procedimientos algorítmicos de negociación realizan una proporción elevada de las transacciones. En EE.UU. la negociación automatizada por algoritmos supone en torno al 70% del total, mientras que en Europa es algo inferior y se sitúa en el 60%. En el mercado de divisas los algoritmos son los encargados de realizar más del 90% de las operaciones.

También se argumenta que se está deteriorando rápidamente la confianza en la capacidad de generar grandes beneficios futuros en las empresas tecnológicas a partir de la generalización de la inteligencia artificial, aunque no está claro por qué ahora y no hace dos meses o en dos meses. Es cierto que la subida de la bolsa en Estados Unidos ha hecho que las acciones estén muy caras con una ratio de precio sobre beneficios ajustados cíclicamente que está en 34,3, por encima de la crisis del 29 (31,48), pero claramente muy lejos del 44,2 de la burbuja tecnológica del 2000.

**Argumentos  
Ni el paro en  
EE.UU ni la  
probabilidad  
recesión  
pueden explicar  
movimientos  
bruscos en  
las bolsas  
de estos días**

La última explicación que se maneja es la más compleja pero también la más plausible: el fin del *carry trade* en yenes. La enorme caída de la bolsa de Japón el lunes pasado coincidiendo con un aumento inesperado de los tipos de interés en Japón (del 0,1 al 0,5%), y el fortalecimiento del yen denota más causalidad que casualidad. Durante los últimos tres años multitud de *hedge funds*, fondos de capital privado e inversores han tomado prestado en Japón, por los bajísimos tipos de interés y la depreciación de su moneda, para invertir en activos más rentables como pesos mexicanos, reales brasileños, baht tailandés o empresas tecnológicas. La caída de la inflación en EE.UU., con la previsible aceleración de la caída de sus tipos, y la subida de tipos en Japón han producido la apreciación del yen, lo que está deshaciendo este tipo de operaciones muy rápidamente puesto que devolver mayores intereses en yenes más caros en dólares elimina el atractivo de estas operaciones. En el pasado, los *hedge funds* e incluso muchos inversores japoneses han utilizado el *carry trade* para comprar acciones tecnológicas que estarían vendiendo para convertir los dólares en yenes antes de que el tipo de cambio del yen mejore más y pueda afectar sus rentabilidades. Es interesante recordar que el Nasdaq ha caído en tándem con la revalorización del yen frente al dólar. El problema para poder evaluar cuánto tiempo más puede durar este episodio o la profundidad de las caídas es que nadie sabe a ciencia cierta el tamaño del conjunto de estas operaciones, aunque se sospecha que se trata de cantidades masivas. Si es así, lo sucedido esta semana podría ser solo el comienzo. Y unos mercados de valores caros y consumidores reduciendo su gasto solo pueden acelerar el proceso. |

## Los 'hedge funds'

Fondos privados e inversores han tomado prestado en Japón, por los bajísimos tipos de interés y la depreciación de su moneda, para invertir en activos más rentables