

La incertidumbre no es lineal

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

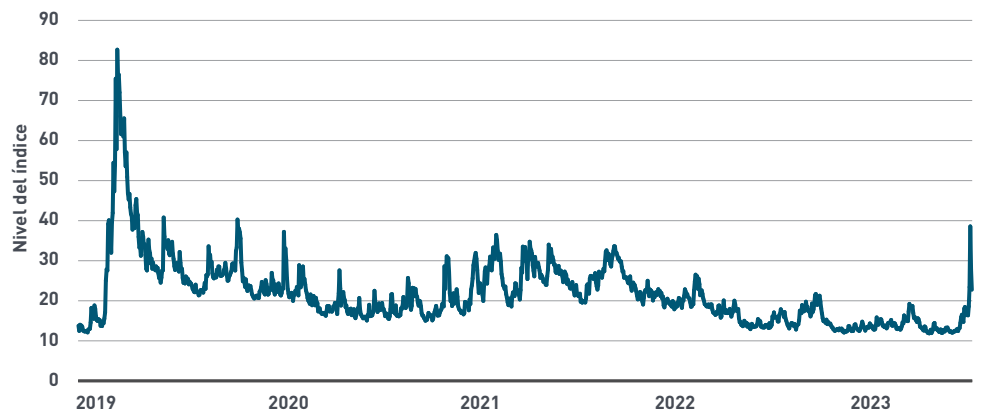
En resumen

- El VIX¹ indica que la incertidumbre va en aumento.
- En nuestra opinión, aunque a primera vista los recientes informes de beneficios no parecen tener problema, si se examinan más de cerca, las empresas informan de estrés bajo la superficie y crece la preocupación de que la inversión de capital que guarda relación con la IA pueda haber sido demasiado ambicioso.
- Los inversores afrontan el reto de pasar de un paradigma financierizado posterior a la crisis financiera mundial a otro nuevo, de costes más elevados y mayor volatilidad.

El VIX se dispara

En los últimos días, el índice de volatilidad Cboe, más conocido como VIX, ha alcanzado cotas que no se veían desde los primeros días del confinamiento de la COVID en marzo de 2020.

Gráfico 1: Repuntes de volatilidad



Fuente: Bloomberg. Datos diarios del 31 de diciembre de 2019 al 7 de agosto de 2024. CBOE = Chicago Board Options Exchange.

Por lo general, en la vida, pero sobre todo en los mercados financieros, el paso de la certidumbre a la incertidumbre no suele ser lento y ordenado, sino abrupto. ¿Por qué?

Probablemente como la del lector, mi bandeja de entrada ha estado repleta de explicaciones que van desde el aumento de los riesgos de recesión en EE. UU. a la reversión de un carry trade financiado con yenes, pasando por la posibilidad de que se produzcan excesos en el gasto en infraestructuras para la inteligencia artificial. Aunque cada uno de estos factores ha contribuido, ofreceré algo de contexto, puede que los inversores no estén interiorizando la señal más importante que el VIX puede estar enviando.



Las piezas del rompecabezas

Aunque los informes de beneficios agregados han sido buenos, si se examinan más de cerca, los comentarios de los equipos directivos apuntan a crecientes tensiones en sectores como los de consumo cíclico, materiales básicos, energía y bienes de equipo, entre otros. No resulta demasiado sorprendente, dado que el coste de los bienes no discrecionales, como los alimentos y la vivienda, sigue siendo elevado, lo que obliga a los hogares a buscar sustitutos en otros ámbitos. Estas inquietudes se vieron reforzadas por los datos manufactureros y de empleo, más débiles de lo esperado.

Al igual que los hogares, los presupuestos en el mundo empresarial suelen ser fijos y se ajustan anualmente. La carrera por incorporar la inteligencia artificial a las empresas ha canibalizado el gasto en tecnología en otros ámbitos y la IA es una amenaza potencial para muchas ofertas de software. Este desafío se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, a medida que algunas empresas de software en situación de riesgo incumplían las estimaciones de beneficios o proporcionaban unas proyecciones menos halagüeñas de lo esperado.

Hablando de IA, el gasto de los hiperescaladores (gigantescos proveedores de servicios de computación en nube) para construir infraestructuras de IA ha sido ingente y las proyecciones para el futuro se revelan aún mayores. No cabe duda de que los beneficiarios directos de este gasto son las empresas de todo el ecosistema de infraestructuras, como proveedores de chips, servidores, equipos eléctricos, componentes de energía y similares. Como ya se ha señalado, aunque el cambio en la participación de las empresas en el presupuesto de software y otros servicios de TI a la IA fue rápido, la introducción de cambios reales en los procesos empresariales lleva su tiempo. Es decir, la adopción tangible de la IA por parte de las empresas no se ha correspondido con el gasto masivo de capital de los hiperescaladores. Creemos que, aunque puede que estas inversiones resulten rentables en los próximos años, no significa que no exista el riesgo de exceso de infraestructuras o el de una ralentización de la inversión de capital que ponga en entredicho las hipótesis de ingresos y beneficios de los beneficiarios de la cadena de suministro de IA. Cabe señalar que la historia demuestra que, cuando se introducen nuevas tecnologías, la infraestructura asociada a ellas suele sobredimensionarse. Ya destacué este riesgo el pasado diciembre en [Cómo podría influir el ciclo del capital en 2024](#)

Sin embargo, creo que no son más que piezas de un rompecabezas mucho mayor.

Qué puede estar indicando realmente la volatilidad sobre el rompecabezas

El capitalismo es la distribución de recursos de donde menos se necesitan a donde más se necesitan. Para funcionar correctamente, los proveedores de capital deben ser remunerados por el tiempo. En ausencia de remuneración, las señales del mercado se empañan y las malas inversiones se acumulan.

Muchos parecen haber olvidado que el mundo acaba de salir de un periodo de varios años de tipos de interés artificialmente bajos que culminó en un mínimo de 5.000 años en los costes de endeudamiento.

Louis Gave, de Gavekal Research, mencionó recientemente una cita del artículo de John Mill de 1867 sobre los ciclos crediticios y las situaciones de pánico del mercado: *«El pánico no destruye el capital. Solo revelan hasta qué punto ha sido previamente destruido en su entrega a obras irremediamente improductivas.»*

Una década de tipos de interés cero y relajación cuantitativa impulsó un periodo de varios años de adquisiciones financiadas con deuda, aumentos de dividendos y recompras de acciones. Al mismo tiempo, la deslocalización redujo la intensidad de capital y los costes laborales. Estos factores se tradujeron en unos márgenes de beneficio sin precedentes. Sin embargo, esas tendencias se han ralentizado, si no invertido.



Los precios de los activos financieros representan probabilidades de flujos de caja futuros y los picos no lineales de volatilidad han tendido a producirse cuando los inversores se enfrentaban a nueva información que ponía en entredicho las hipótesis previas sobre los flujos de caja. Sin embargo, creemos que los estrategas y tertulianos restan importancia a la «nueva información», como las piezas del rompecabezas descritas anteriormente.

Quizá tengan razón. El desorden representa el orden mal entendido. ¿Y si la verdadera señal no es una tensión aguda sobre los beneficios, sino algo crónico derivado de un nuevo paradigma de costes normalizados en un contexto de debilitamiento del crecimiento?

En un entorno así, creemos que deberíamos constatar más volatilidad, no menos. Por ello, la selección de valores, evitando en particular los activos ligados a «obras improductivas» y a probabilidades de flujo de caja poco realistas, podría resultar un enfoque de inversión adecuado. ▲

Notas

¹ El **Cboe Volatility Index® (VIX®)** es considerado por muchos el principal barómetro mundial de la volatilidad en los mercados de renta variable. El índice VIX se basa en los precios en tiempo real de las opciones sobre el índice S&P 500® (SPX) y está diseñado para reflejar la opinión consensuada de los inversores sobre la volatilidad bursátil prevista en el futuro (a 30 días). El índice VIX se conoce a menudo como el «indicador del miedo» del mercado. No se puede invertir directamente en un índice.



Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** - MFS Investment Management; **América Latina** - MFS International Ltd.

Se ruega tener en cuenta que, en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y el uso por parte de clientes institucionales. En Canadá, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a clientes institucionales.

Nota a los lectores de Canadá: Publicado en Canadá por MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** - MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **Baréin** - El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información. **Kuwait** - El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentiación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** - Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión. **Sudáfrica** - El presente documento no ha recibido la aprobación del Consejo de Servicios Financieros, y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** - El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** - El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** - El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.