

RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses ampliaron su racha histórica de ganancias a nueve semanas consecutivas, la más larga desde la racha de nueve semanas registrada en diciembre de 2023, mientras que el Dow Jones Industrial Average superó los 51 000 puntos por primera vez en la historia y el S&P 500 y el Nasdaq Composite alcanzaron nuevos máximos históricos al cierre, demostrando una notable resistencia a pesar del importante impacto de la inflación registrado a mediados de semana. El S&P 500 subió un **+1,80 %**, el Dow Jones un **+1,49 %** y el Nasdaq un **+2,58 %**. Las empresas de pequeña capitalización sorprendieron aún más con un alza del **+2,67 %**, anticipando una futura bajada de los rendimientos. El informe de gastos de consumo personal (PCE) de abril, publicado el jueves, mostró que la inflación general del PCE subió al 3,8 % interanual —la cifra más alta en casi tres años—, lo que supone un aumento con respecto al 3,5 % registrado en marzo, mientras que el PCE subyacente, excluyendo alimentos y energía, se aceleró hasta el 3,3 % interanual desde el 3,2 % del mes anterior, reflejando las persistentes presiones sobre los costes energéticos derivadas del conflicto con Irán. Sin embargo, el crecimiento mensual del PCE del 0,4% y del PCE subyacente del 0,2 % se situó ligeramente por debajo de las previsiones de los economistas, del 0,5 % y el 0,3% respectivamente,

lo que supuso un modesto alivio al indicar que el impulso inflacionista podría estar moderándose en términos intermensuales. El repunte de la inflación coincidió con unos datos preocupantes sobre los ingresos de los hogares, que revelaron que la renta personal disponible real descendió por tercer mes consecutivo, mientras que la tasa de ahorro personal se desplomó hasta su mínimo en cuatro años, lo que indica que los consumidores estaban gastando sus ahorros a pesar de la erosión del poder adquisitivo para mantener los niveles de consumo en medio del aumento vertiginoso de los costes de la energía y la vivienda. Los mercados hicieron caso omiso de las preocupaciones sobre la inflación y del repunte de los rendimientos de los bonos del Tesoro gracias al optimismo sobre la paz en Oriente Medio, ya que el presidente Trump anunció en Truth Social que las conversaciones entre EE. UU. e Irán «avanzaban bien», advirtiendo, no obstante, de que EE. UU. reanudaría las operaciones militares ofensivas si las negociaciones fracasaban. Las acciones de semiconductores lideraron el repunte general, con Micron Technology subiendo casi un 19 % después de que UBS iniciara su cobertura proyectando un potencial alcista superior al 100 %, citando los beneficios de los acuerdos a largo plazo de DRAM y NAND con hiperescaladores que amplían el gasto de capital en infraestructura de IA. Los precios del petróleo cayeron casi un 10 % durante la semana, ya que las

esperanzas de una prórroga del alto el fuego aliviaron las preocupaciones sobre el suministro, con el crudo cayendo por debajo de los 88 dólares por barril, mientras que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años cayó aproximadamente 12 puntos básicos hasta el 4,44 %. Los sectores tecnológico y financiero lideraron el repunte del viernes, ya que Dell Technologies presentó unos sólidos resultados trimestrales tras el cierre del mercado el jueves, beneficiándose la empresa de la robusta demanda de servidores impulsada por la aceleración de la inversión en IA por parte de los hiperescaladores en la nube. El repunte puso de manifiesto que el sentimiento del mercado prioriza la solidez de los beneficios empresariales y la estabilidad geopolítica frente a las elevadas lecturas de inflación, y los inversores apuestan por que el aumento de los precios seguirá siendo transitorio si se resuelve la guerra con Irán y se normaliza el suministro de petróleo, lo que permitiría a la Reserva Federal mantener su postura monetaria paciente bajo la dirección del recién confirmado presidente Kevin Warsh.

FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

26 de mayo
Índice de confianza del consumidor del Conference Board
Dato real: 93,1 frente a la encuesta: 92,0

28 de mayo
Índice de precios del PCE interanual
Real 3,8 % frente a la encuesta 3,8 %

Índice de precios del PCE intermensual
Real 0,4 % frente a la encuesta 0,5 %

Pedidos de bienes duraderos
Real 7,9 % frente a la encuesta 3,9 %

PIB del primer trimestre, anualizado, intertrimestral
Real 1,6 % frente a la encuesta 2,0 %

Ventas de viviendas nuevas
Datos reales: 622 000 frente a la previsión de 660 000

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD	4,864.59	1.32% ↗	4.07%	9.80%
MSCI EM	1,752.15	3.92% ↗	9.41%	24.76%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,030.55	-0.36% →	-5.09%	11.86%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,161.25	4.08% ↗	11.03%	27.13%
USA				
S&P 500 INDEX	7,580.06	1.80% ↗	4.84%	10.73%
NASDAQ COMPOSITE	26,972.62	2.58% ↗	7.40%	16.05%
DOW JONES INDUS. AVG	51,032.46	1.49% ↗	3.10%	6.18%
RUSSELL 2000 INDEX	2,919.34	2.67% ↗	3.79%	17.62%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	626.00	0.14% →	2.36%	5.71%
Euro Stoxx 50 Pr	6,050.54	0.52% →	2.87%	4.47%
DAX INDEX	25,104.70	0.87% →	3.34%	2.51%
CAC 40 INDEX	8,183.34	0.83% →	0.84%	0.42%
FTSE MIB INDEX	50,036.75	1.06% ↗	3.71%	11.33%
IBEX 35 INDEX	18,362.90	2.10% ↗	3.27%	6.10%
SWISS MARKET INDEX	13,542.66	0.72% →	3.09%	2.07%
FTSE 100 INDEX	10,409.28	-0.33% →	0.44%	4.81%
ASIA				
NIKKEI 225	66,329.50	4.72% ↗	11.45%	31.76%
HANG SENG INDEX	25,182.39	-0.80% →	-2.30%	-1.75%
CSI 300 INDEX	4,892.12	0.97% →	1.76%	5.66%
SENSEX	74,775.74	-0.54% →	-2.78%	-12.26%
LATAM				
S&P/BMV IPC	68,587.74	0.37% →	1.08%	6.65%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	173,787.49	-1.37% ↘	-7.22%	7.86%
MSCI COLCAP INDEX	2,176.90	4.49% ↗	-0.05%	5.27%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	10,788.19	2.12% ↗	-1.10%	2.93%

EQUITIES SECTORS	Last	5 Days	1 Month	YTD
MSCI WORLD/INF TECH	1,205.07	4.55% ↗	14.28%	23.77%
PHILA GOLD & SILVER INDX	372.47	4.06% ↗	5.40%	8.82%
MSCI WORLD/MATERIAL	455.71	2.91% ↗	2.98%	14.95%
MSCI WORLD/ENERGY	333.89	2.45% ↗	-5.18%	24.92%
MSCI WORLD/CONS DIS	506.65	1.93% ↗	2.75%	0.76%
MSCI WORLD/INDUSTRAL	555.97	1.05% ↗	0.24%	11.30%
MSCI WORLD BANK INDEX	196.13	0.33% →	0.85%	4.55%
MSCI WRLD/COMM SVC	180.15	0.09% →	-0.04%	8.10%
MSCI WORLD/HLTH CARE	384.46	-0.08% →	2.12%	-3.75%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	186.56	-0.48% →	0.21%	0.48%
MSCI WORLD/REAL EST	1,121.23	-1.00% ↘	-2.00%	6.39%
MSCI WORLD/UTILITY	210.56	-1.84% ↘	-5.05%	5.65%
MSCI WORLD/CON STPL	308.38	-2.38% ↘	-2.49%	3.74%
US RATES				
	Last	5 Days	Close	12M Close
2Y	4.00	4.12	-0.12	3.94
5Y	4.14	4.26	-0.12	4.00
10Y	4.44	4.56	-0.12	4.42
BONDS CREDIT SPREAD				
		5 Days	Close	12M Close
EM Bonds Spread	214.56	220.8	-6.3	302.95
HY Bonds Spread	252.00	256.0	-4.0	305.00
BBB 10yr Spread	158.45	160.2	-1.8	188.59
FIXED INCOME				
		5 Days	1 Month	YTD
US High Yield	2,963.58	0.62%	↗	0.35%
EM Bonds USD	1,407.02	1.09%	↗	0.54%
EM Local Currency	153.27	1.24%	↗	0.26%
CoCos USD	152.49	0.90%	↗	0.30%
IG BBB 3-5yr USD	397.19	0.82%	↗	0.67%
IG AA Corp USD	287.01	0.85%	↗	0.55%

COMMODITIES	Last	5 Days	1 Months	YTD
CRB INDEX	380.45	-3.04% ↘	-3.29%	27.33%
WTI	87.36	-9.33% ↘	-18.26%	52.14%
Brent	93.37	-12.90% ↘	-24.32%	49.52%
US Natural Gas	3.29	9.01% ↗	24.29%	-10.74%
S&P GSCI Precious Metal	6,167.38	0.18% →	-1.06%	5.99%
Gold	4,540.26	0.68% →	-0.17%	5.11%
Silver	75.30	-0.32% →	5.62%	5.07%
Platinum	1,920.19	-0.39% →	2.10%	-6.81%
Palladium	1,360.64	0.60% →	-6.75%	-16.01%
S&P GSCI Ind Metal Index	632.92	0.97% →	4.13%	14.58%
Aluminum	3,666.50	0.81% →	5.10%	22.40%
Copper	13,599.71	1.07% ↗	5.23%	9.20%
Nickel	18,867.15	1.79% ↗	-1.10%	14.34%
S&P GSCI Agriculture	364.77	-3.22% ↘	-5.02%	3.51%
CURRENCIES				
	Last	5 Days	1 Month	YTD
CHF vs. USD	0.7810	0.49%	↗	1.31%
JPY vs. USD	159.2700	-0.06%	↘	0.72%
CAD vs. USD	1.3793	0.18%	↗	-0.78%
EUR vs. USD	1.1659	0.48%	↗	-0.15%
GBP vs. USD	1.3456	0.17%	↗	-0.14%
AUD vs. USD	0.7185	0.81%	↗	0.97%
BRL vs. USD	5.0358	0.02%	↗	-0.78%
MXN vs. USD	17.3552	-0.10%	↘	1.05%
COP vs. USD	3,688.00	-0.77%	↘	-1.76%
CNY vs. USD	6.7663	0.44%	↗	1.10%
EUR vs. CHF	0.9105	0.03%	↗	1.52%
DOLLAR INDEX	98.9420	-0.32%	↘	-0.02%
BITCOIN	73,450.21	-4.87%	↘	-3.94%

FECHAS CLAVE DE LA PRÓXIMA SEMANA

1 de junio
PMI manufacturero de EE. UU. de S&P Global
Encuesta: 55,3

Índice ISM manufacturero
Encuesta 53,0

3 de junio
PMI de servicios de EE. UU. de S&P Global
Encuesta 50,9

PMI compuesto de EE. UU. de S&P Global
Encuesta 51,7

Pedidos industriales
Encuesta 4,5 %

Índice ISM de servicios
Encuesta 53,9

Pedidos de bienes duraderos
Encuesta 7,9 %

5 de junio
Variación en el empleo no agrícola
Encuesta 89 000

Tasa de desempleo
Encuesta 4,3 %

VISIÓN DE IN ON CAPITAL SA

Asset Class	U	N	O
Renta Fija		■	
Renta Variable		■	
Alternativos		■	
Regions (Equity)			
North America			■
Europe		■	
Emerging Markets		■	
Japan	■		

Equity Sectors	U	N	O
Consumer Staples		■	
Health Care			■
Telcom Services		■	
Utilities		■	
Consumer Disc.	■		
Energy		■	
Financials		■	
Industrials		■	
Technology			■
Real Estate		■	
Materials		■	

El mercado acaba de registrar su novena semana consecutiva de ganancias (9th) y ha subido un impresionante 19,7 % desde el 30 de marzoth. Esto representa la racha semanal más larga de ganancias desde diciembre de 2023, en un entorno geopolítico controvertido y de tipos de interés más altos. A pesar de que los precios se encuentran ahora en su nivel más alto del año y de que las previsiones de beneficios por acción (BPA) de los analistas están alcanzando niveles astronómicos para 2026, recomendamos cautela en los niveles actuales, ya que el mercado está valorado a la perfección.

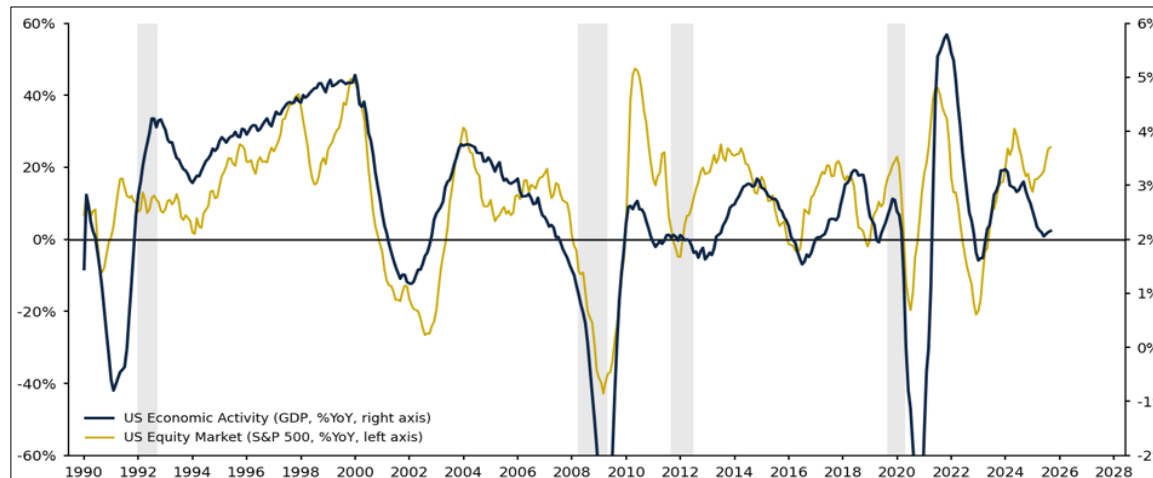
La situación económica sigue siendo frágil, y el actual repunte de recuperación debe tomarse con cautela. Las expectativas de crecimiento del beneficio por acción se basan en unos resultados excepcionales del primer trimestre, pero con una gran concentración en unas pocas empresas tecnológicas. La economía ya se estaba debilitando antes del conflicto con Irán, y las tensiones en torno al estrecho de Ormuz han añadido una capa adicional de presión económica. Consideramos que esta euforia tiene potencial para convertirse en desilusión.

Las estrategias con opciones están desconectando el mercado de la Economía

El ciclo económico en Estados Unidos y la zona del euro sigue siendo objeto de un intenso debate. Un bando sostiene que las dos mayores economías desarrolladas están saliendo de su reciente bache y entrando en una fase de recuperación. Otro sostiene que la desaceleración, de hecho, sigue en marcha, aunque es más difícil de interpretar. **Un tercer grupo sostiene que la revolución de la inteligencia artificial ha reconfigurado por completo el ciclo, dejando el análisis macroeconómico convencional en gran medida fuera de lugar** (gráfico 1). Lo que llama la atención es que ninguna de estas incertidumbres parece afectar a los mercados de renta variable, que siguen subiendo con una compostura inquietante. La pregunta que vale la pena plantearse es sencilla: ¿qué sedante mantiene los precios tan alejados de la realidad?

En Estados Unidos, el crecimiento general es sólido. El PIB anual se sitúa actualmente en el 2,7 %, cómodamente por encima de la mediana del 2,4 % de los últimos quince años, y el impulso se ha mantenido cerca del 2 % en los cuatro trimestres anteriores. **El debate de los economistas gira en gran medida en torno a los indicadores adelantados —el índice compuesto del ISM, el indicador de tendencia de la Fed de Atlanta—, cuyas lecturas siguen siendo tranquilizadoras** (gráfico 2) y apuntan a una mayor aceleración en el trimestre actual. En la zona del euro, por el contrario, el pesimismo se está consolidando como consenso. **El crecimiento anual del PIB ha retrocedido del 1,6 % al 0,8 %, y los indicadores adelantados están cayendo de forma inequívoca. El ejemplo más claro es el Indicador de Sentimiento Económico de la Comisión Europea** (gráfico 3).

Gráfico 1: PIB de EE. UU. interanual (2,6 %); mercado de valores de EE. UU. interanual (30 %)



EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 2: PIB de EE. UU. % interanual; indicador de previsión del PIB de la Fed de Atlanta % interanual

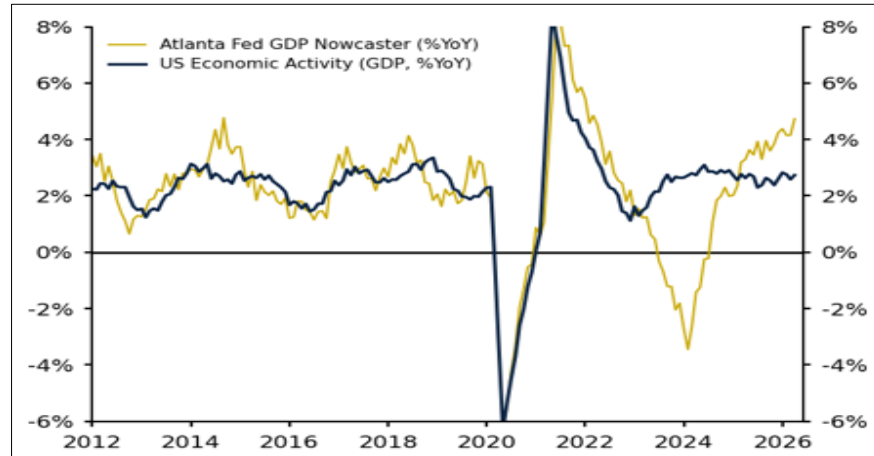
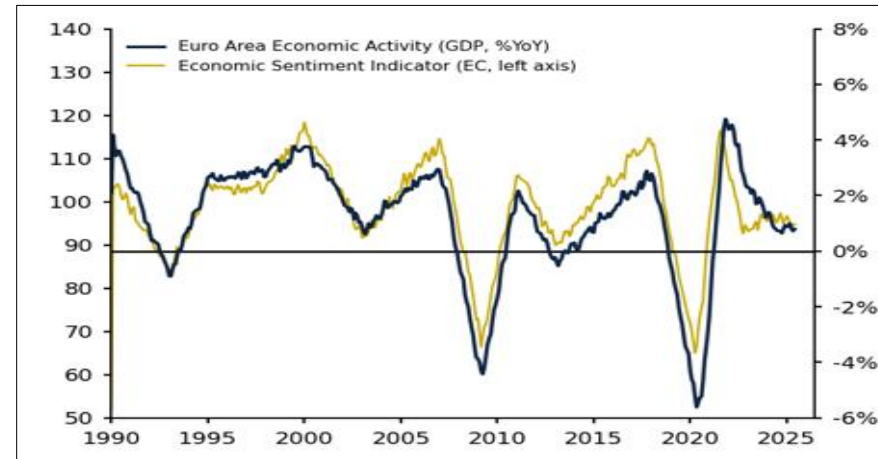


Gráfico 3: PIB de la UE, % interanual; indicador de confianza económica



El origen de esta divergencia transatlántica se hace más evidente una vez que se desglosa el crecimiento en sus dos motores subyacentes: la creación de empleo y las ganancias de productividad. El primero —por lo general, el más potente— es estable y se autoalimenta. Las empresas rara vez contratan para despedir a los empleados unos meses después, y los salarios que pagan se destinan directamente al consumo, lo que a su vez respalda nuevas inversiones y más contrataciones; el círculo virtuoso se sostiene a sí mismo. La productividad, sin embargo, carece de esa memoria y puede estancarse ante la más mínima perturbación. La racionalización de una línea de producción o la adopción de una nueva tecnología pueden reportar ganancias puntuales sustanciales, pero no hay garantía de que esas ganancias se repitan ni de que puedan financiar el siguiente incremento. Cuando una expansión se apoya en este componente más caprichoso, su trayectoria se vuelve más irregular, incluso si su ritmo medio se mantiene.

En ambas economías, el crecimiento descansa ahora casi por completo en la productividad y apenas en el empleo. **Dado que la IA se está implantando con mayor rapidez y eficacia en la ribera estadounidense del Atlántico, el crecimiento de EE. UU. se sitúa en niveles más altos** (gráfico 4). **En Europa, al carecer de la bonanza de productividad necesaria para enmascarar un mercado laboral en desaceleración, el impulso simplemente se está desvaneciendo** (gráfico 5). Nada de esto, hay que decir, hace que la expansión estadounidense sea más duradera, solo más rápida por ahora. Hasta aquí el contexto: una Europa estancada y una economía estadounidense impulsada ahora por una hélice en lugar de un motor a reacción. Cabría esperar que tal escenario agudizara el sentido del riesgo de los inversores. No ha sido así. Aun cuando el panorama macroeconómico se vuelve más volátil, la renta variable se mantiene serena. **El indicador de referencia del S&P 500, el VIX, cotiza en la parte baja de su rango histórico** (gráfico 6). **Dado que la explicación claramente no es fundamental, debe estar en otra parte, concretamente en los flujos. En pocas palabras, los volúmenes de opciones han crecido lo suficiente como para suprimir la volatilidad por completo** (gráfico 6).

EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 4: PIB de EE. UU. (interanual); empleo en EE. UU.; productividad en EE. UU.

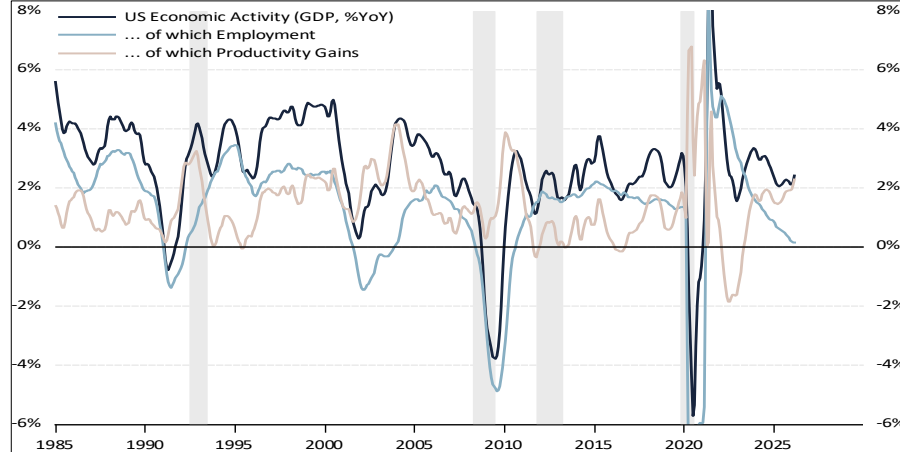


Gráfico 5: PIB de Europa (% interanual); empleo en Europa; productividad en Europa

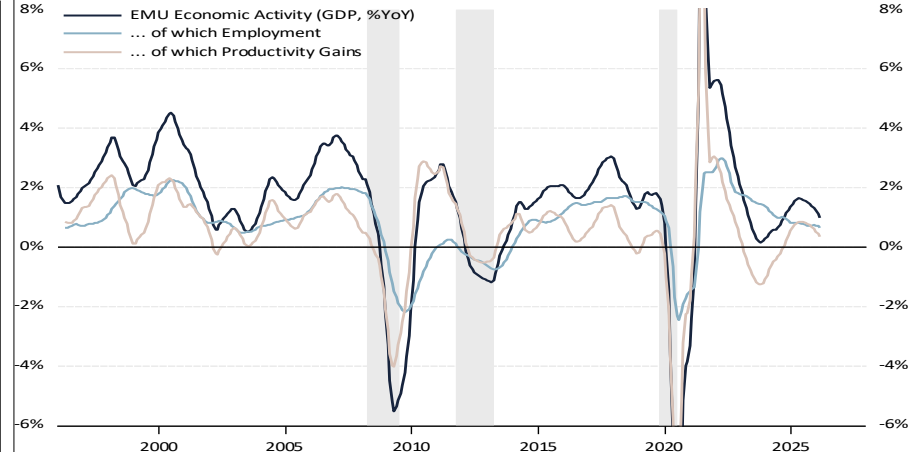
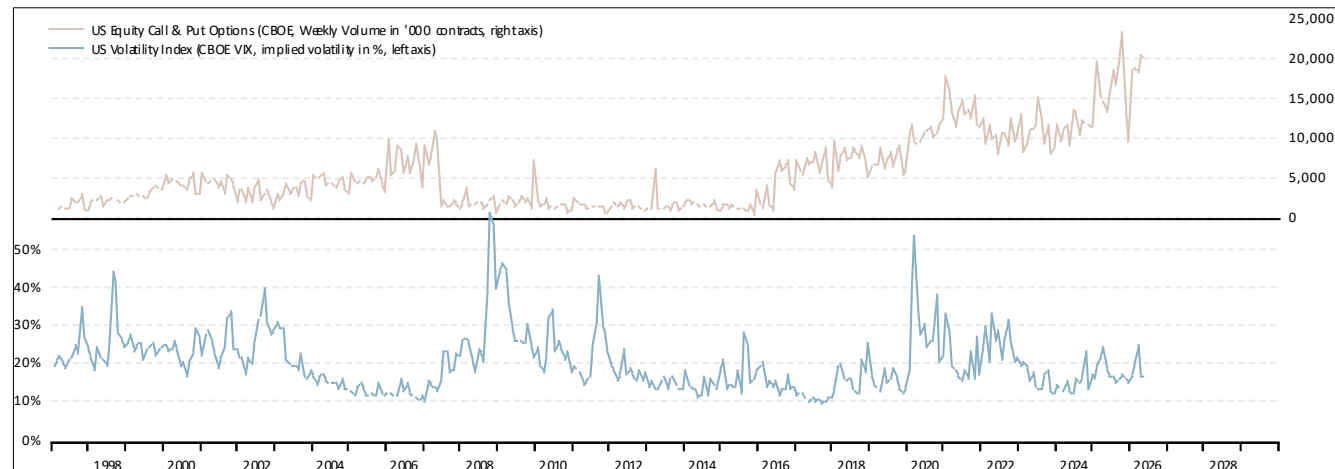


Gráfico 6: Volumen de opciones de compra y venta sobre acciones estadounidenses (en miles de contratos); índice VIX del CBOE



•Contenido informativo. No se autoriza su reproducción o redistribución sin consentimiento.
 •For informational use only. Not for public redistribution.

Fuente: Sentosa & Co., Altitude IS

EL TEMA DE LA SEMANA

Las estrategias con opciones han experimentado un auge en los últimos dos años

En el entorno de mercado actual, hemos observado un importante crecimiento de las estrategias de opciones por parte de los inversores durante los últimos dos años. Los inversores utilizan principalmente estrategias de venta de opciones de venta (cupones de productos estructurados) con el fin de obtener primas atractivas y un cierto nivel de protección o un nivel atractivo de acumulación de acciones. De hecho, son vendedores de volatilidad. El mercado de productos estructurados ha pasado de ser una asignación de nicho a uno de los segmentos de más rápido crecimiento del panorama inversor. **En Estados Unidos, la emisión nocial anual ha pasado de unos 94 000 millones de dólares en 2022 a un récord de 149 400 millones de dólares en 2024, lo que supone un aumento del 46 % con respecto al año anterior, antes de alcanzar un nuevo máximo en 2025, con una emisión superior a los 195 000 millones de dólares y las estructuras autocallables representando por sí solas más del 43 % del mercado** (gráfico 7). La tendencia es global, más que puramente estadounidense: el mercado mundial se ha más que duplicado desde 2020, con más de medio millón de productos emitidos en 2024 por un valor estimado de 1,4 billones de dólares en ventas, lo que supone un aumento interanual del 37 %. Los ETF respaldados por opciones son un motor adicional para una menor volatilidad. Estos fondos eran prácticamente desconocidos antes de 2020 y ahora están creciendo exponencialmente. Los ETF respaldados por opciones son fondos cotizados en bolsa cuyos rendimientos no provienen solo de la tenencia de activos, sino de la venta sistemática de opciones además de esas tenencias. La superposición de opciones es el núcleo de la estrategia, no una característica secundaria. **Sus activos globales bajo gestión han pasado de unos 10 000 millones de dólares en aquel momento a 100 000 millones en 2024, 160 000 millones en 2025 y 270 000 millones en abril de 2026, lo que supone un aumento de más de veinte veces en seis años** (gráfico 8). Este uso masivo y continuo de opciones tiene un efecto directo sobre los creadores de mercado. **Estos se encuentran en una posición de gamma larga** (gráfico 9), lo que matemáticamente les obliga a actuar en contra de la tendencia del mercado para cubrir sus propios riesgos. Compran cuando bajan los precios de las acciones y venden cuando suben. Estos movimientos de ida y vuelta actúan como una especie de estabilizador automático para el mercado de valores, atenuando el comportamiento de los inversores y reduciendo la volatilidad.

Gráfico 7: Emisión de productos estructurados en EE. UU. (en miles de millones de USD)

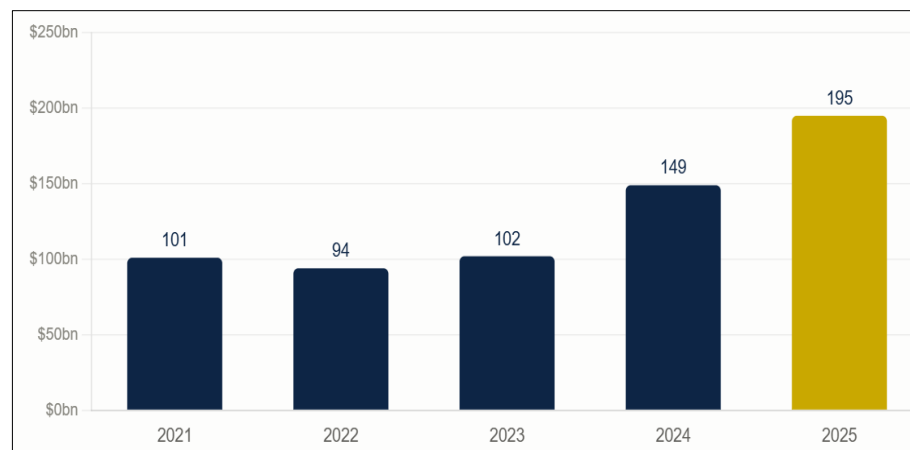
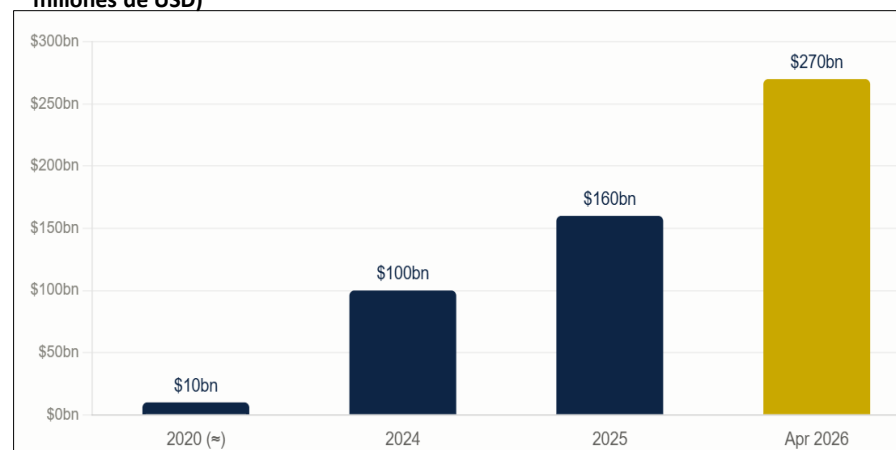


Gráfico 8: ETF respaldados por opciones — activos globales bajo gestión (en miles de millones de USD)



- Contenido informativo. No se autoriza su reproducción o redistribución sin consentimiento.
- For informational use only. Not for public redistribution.

EL TEMA DE LA SEMANA

La distorsión de las señales económicas debida a las estrategias de opciones

Cuando los ETF de renta/covered call y sus inversores venden opciones de compra en masa, alguien tiene que estar al otro lado. Ese alguien es la comunidad de operadores: los creadores de mercado. Así pues, la venta masiva y continua de opciones por parte de los fondos deja a los operadores con una gran cartera de opciones en posición larga. Las opciones en posición larga —ya sean de compra o de venta— implican un gamma largo. El delta es cuánto varía el valor de una opción por cada variación de 1 \$ en el subyacente; es el ratio de cobertura. El gamma es la velocidad a la que cambia ese delta a medida que se mueve el subyacente. Un operador que gestiona una cartera equilibrada no quiere exposición direccional, por lo que negocia continuamente el subyacente para mantener su delta neto en cero («cobertura delta»). El gamma es lo que convierte esa cobertura en un objetivo móvil: cada movimiento del precio cambia el delta, por lo que el operador debe volver a negociar para mantenerse neutral.

Un operador tiene una posición larga en gamma cuando posee opciones —lo cual, en conjunto, ocurre cuando los inversores son vendedores netos de opciones (el operador es comprador de opciones) en el mercado, como ocurre a través de las opciones cubiertas y los ETF de renta. Con una cartera con gamma larga, el delta se mueve a favor del operador: sube cuando el mercado sube y baja cuando este cae. Para mantenerse neutral, el operador debe, por lo tanto, contrarrestar el movimiento: vendiendo acciones a medida que los precios suben y comprando a medida que bajan.

Un operador tiene una posición corta en gamma en la situación opuesta, cuando los inversores son compradores netos de opciones (el operador es vendedor de opciones), normalmente puts de protección compradas en un periodo de miedo. En este caso, el delta se mueve en contra del operador, y la recobertura le obliga a operar a favor del movimiento: comprando cuando los precios suben y vendiendo cuando bajan.

Estos mecanismos se amplían a dos regímenes de mercado distintos. **Cuando la comunidad de operadores tiene una posición gamma larga estructural, su cobertura actúa como un amortiguador: cada repunte se enfrenta a la venta de los operadores y cada caída a la compra de los operadores** (gráfico 9). El resultado es una volatilidad comprimida, retrocesos poco profundos y rápidamente absorbidos, y la subida tranquila y ordenada que ha caracterizado gran parte del mercado reciente. Los precios tienden a gravitar hacia los precios de ejercicio de las opciones más altos, y la volatilidad realizada se mantiene muy por debajo de lo que el contexto macroeconómico por sí solo justificaría.

Cuando el posicionamiento cambia a gamma corta —normalmente tras una fuerte perturbación, cuando predomina la cobertura protectora—, la misma máquina funciona a la inversa y se convierte en un acelerador. Los operadores se ven entonces obligados a vender en momentos de debilidad y a comprar en momentos de fortaleza, ampliando los rangos intradía y produciendo las ventas masivas en cascada, y los rebotes igualmente violentos, que parecen surgir de la nada (gráfico 10). El punto crítico es que la transición es abrupta: el mercado no deriva de un régimen a otro, sino que cambia de golpe al alcanzar un umbral. La volatilidad reprimida no es, por lo tanto, lo mismo que un riesgo bajo; es un riesgo que se ha aplazado y concentrado en el punto donde cambia el régimen.

EL TEMA DE LA SEMANA

Gráfico 9: El estabilizador (gamma larga)

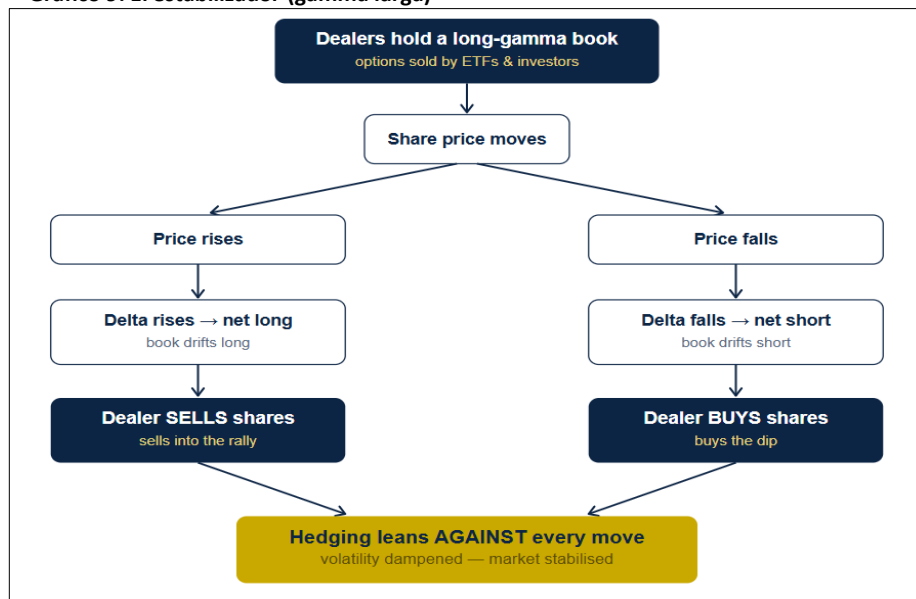
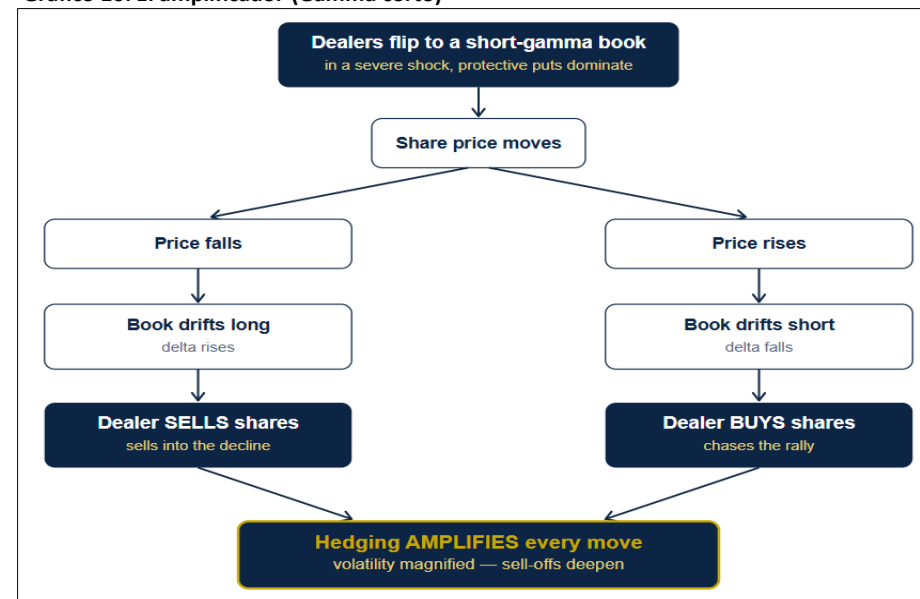


Gráfico 10: El amplificador (Gamma corto)



Los flujos de cobertura de los operadores son ahora lo suficientemente grandes como para rivalizar, y en ocasiones superar, con las operaciones fundamentales de compra y venta que se supone que fijan los precios. Cuando eso ocurre, las dos funciones principales del mercado —descubrir los precios y señalar el riesgo— comienzan a distorsionarse.

- La primera distorsión es informativa. Los precios de las acciones y, sobre todo, la volatilidad reflejan cada vez más la mecánica de la cobertura de opciones en lugar del estado de la economía. La volatilidad puede mantenerse cerca de mínimos históricos incluso cuando aumenta la incertidumbre macroeconómica y geopolítica, por lo que el indicador en el que se basan los inversores y los responsables políticos para interpretar el estrés se ve atenuado por la estructura financiera en lugar de por una calma genuina. La señal de riesgo del mercado queda, en efecto, anestesiada.
- La segunda distorsión es la fragilidad: dado que la supresión se refuerza a sí misma, persiste hasta que se produce una perturbación lo suficientemente grande como para que los operadores pasen a tener un gamma negativo, momento en el que el estabilizador se convierte en un amplificador y la calma da paso a una bolsa de aire.
- La tercera es el efecto sobre la asignación de capital. Los mercados artificialmente tranquilos y los atractivos rendimientos nominales de los productos de renta de opciones fomentan la complacencia, el apalancamiento y una valoración errónea sistemática del riesgo. Las valoraciones de los activos se desploman ante la percepción de que el riesgo es barato, y los precios se desvinculan de los fundamentos que se supone que representan. Las opciones redistribuyen y reconfiguran el riesgo, no generan crecimiento, por lo que el riesgo es que la microestructura financiera acabe determinando los precios que se supone que deben informar las decisiones de la economía real.

EL TEMA DE LA SEMANA

CONCLUSIÓN

Lo que destaca hoy en día es la brecha entre los fundamentos y el comportamiento del mercado. El crecimiento es positivo, pero nada excepcional, y depende cada vez más de las ganancias de productividad en lugar del empleo —un contexto que difícilmente justifica el optimismo actual. Sin embargo, los mercados de renta variable siguen subiendo mientras que la volatilidad se mantiene cerca del extremo inferior de su rango histórico. La desconexión no es fundamental, sino técnica: el peso creciente de las estrategias de opciones y los flujos de cobertura de los operadores que generan han suprimido mecánicamente la volatilidad y han respaldado los precios más allá de lo que la economía justifica.

Los inversores deberían considerar esta calma como una cuestión de posicionamiento, no de convicción. Puede persistir mientras los operadores mantengan posiciones largas en gamma, pero no ofrece protección una vez que ese posicionamiento se invierta; en ese momento, los mismos flujos que amortiguaron la volatilidad la amplificarán. El riesgo, por lo tanto, no está en la economía, sino en la estructura del mercado: cuando vuelva la volatilidad, reflejará un cambio en el posicionamiento de las opciones más que un deterioro de los fundamentos.

Aviso Legal

In On Capital, S.A. pone a disposición este contenido únicamente con fines informativos y sin la intención de constituir una solicitud u oferta, recomendación o asesoramiento para adquirir o vender derechos sobre valores o productos de inversión o ser parte de cualquier transacción de cualquier tipo, en particular con cualquier receptor que no sea un inversionista calificado, autorizado, elegible y /o profesional. Este contenido es para uso exclusivo del destinatario y no se puede comunicar, imprimir, descargar, usar o reproducir para ningún otro propósito. No está destinado a ser distribuido a personas físicas o jurídicas que sean nacionales de un país, ni a ser utilizado por dichas personas, o está sujeto a la jurisdicción de una jurisdicción cuyas leyes o reglamentos prohíben dicha distribución o uso. Si bien In On Capital hará todo lo posible para obtener información de fuentes que considere confiables, In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas no asumen ninguna responsabilidad por este contenido y no ofrecen ninguna garantía. Los datos mencionados son exactos, completos o confiables. Por lo tanto, In On Capital no asume ninguna responsabilidad por cualquier pérdida resultante del uso de este contenido. La información continua, las revisiones y las evaluaciones en este documento se aplicarán en el momento de la publicación y pueden revocarse o modificarse sin previo aviso. Este contenido está destinado solo a destinatarios que entienden los riesgos involucrados y pueden asumirlos. Antes de realizar cualquier transacción, los destinatarios deben determinar si el producto o producto de inversión mencionado en el contenido corresponde a sus circunstancias particulares y deben asegurarse de evaluar independientemente (con sus asesores profesionales) los riesgos específicos y las consecuencias legales, fiscales y contables y las condiciones de elegibilidad para cualquier compra, tenencia o venta de valores o productos de inversión mencionados en el contenido. In On Capital, sus directores, representantes, empleados, agentes o accionistas pueden tener intereses en las inversiones descritas en este documento y/o estar obligados por compromisos de suscripción a dichas inversiones. In On Capital no garantiza la idoneidad de la información, avisos o valores y productos de inversión mencionados. Los datos históricos de rendimiento de valores y productos de inversión o activos subyacentes no son una unidad organizativa responsable de la investigación financiera. In On Capital está sujeto a requisitos regulatorios separados y ciertos servicios, valores y/o productos de inversión pueden no estar disponibles en todas las jurisdicciones o para todo tipo de destinatarios. Los destinatarios deberán cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables. Este documento no está destinado a proporcionar servicios, valores y/o productos de inversión en países o jurisdicciones en los que dicha oferta sería ilegal según las leyes y regulaciones locales aplicables. In On Capital, S.A. es una entidad regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá SMV 296/2014.