



REPORTE SEMANAL DE INVERSIÓN

El comprador de última instancia habla en dólares

10 de agosto de 2026

— RESUMEN DE LA SEMANA PASADA

Los mercados bursátiles estadounidenses registraron su mejor rendimiento semanal en meses: el S&P 500 subió el S&P 500 subió un +3,6 %, el Nasdaq se disparó un +5,2 % y el Dow Jones ganó un +3 %, impulsados por un impulsados por un excepcional impulso de los resultados empresariales que eclipsó la incertidumbre persistente incertidumbre persistente sobre el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y los riesgos Federal y los riesgos geopolíticos. De las aproximadamente 300 empresas del S&P 500 que presentaron sus presentaron sus resultados a lo largo de la semana, el 85 % superó las expectativas de beneficios, y se prevé que beneficios, y se prevé que los beneficios empresariales agregados crezcan más del 47 %, lo que representa una representa una sorpresa al alza sustancial con respecto a las expectativas del consenso y confirma el optimismo confirma el optimismo del mercado respecto a que las ganancias de productividad impulsadas por la inteligencia por la inteligencia artificial compensarán las presiones inflacionistas.

Palantir Technologies se erigió como la empresa más destacada de la semana, con una subida de casi el 40 % tras anunciar unos ingresos en el segundo trimestre de 1,94 mil millones de dólares, un 93 % más que el año anterior, al tiempo que elevaba sus previsiones para todo el año de 7,65-7,66 mil millones de dólares a 8,15-8,16 mil millones de dólares —su mayor revisión al alza de las previsiones hasta la fecha—, con unos ingresos comerciales en EE. UU. que se dispararon un 149 % hasta los 764 millones de dólares y un valor de contratos pendientes que superó los 6,24 mil millones de dólares. Los vendedores en corto perdieron aproximadamente 3000 millones de dólares en ganancias contables en una sola sesión, ya que la cobertura forzada de posiciones cortas amplificó el movimiento fundamental, lo que se tradujo en una subida del precio del 29,5 %. Boeing subió aproximadamente un 7 % durante la semana después de que la Administración Federal de Aviación emitiera el lunes un certificado de tipo modificado para el 737 MAX 7, poniendo fin a casi una década de revisión regulatoria y autorizando la variante más pequeña del 737 MAX para el servicio comercial tras exhaustivas pruebas, cambios de diseño y evaluaciones de seguridad.

El momento macroeconómico más destacado de la semana se produjo el viernes, cuando el informe de empleo informe de empleo de julio mostró una pérdida inesperada de 23 000 puestos de trabajo no agrícolas, lo que se agrícolas, lo que se alejó considerablemente de las previsiones de entre 80 000 y 95 000 nuevos puestos de puestos de trabajo; el empleo público se redujo en 53 000 puestos, debido principalmente a factores factores estacionales en el sector educativo local, mientras que el empleo privado registró un modesto aumento modesto aumento de 30 000 puestos y el crecimiento de los ingresos medios por hora se ralentizó hasta el 3,2 % ralentizó hasta el 3,2 % interanual, el nivel más bajo desde mayo de 2021.

Los datos del mercado laboral, más débiles de lo esperado, redujeron las expectativas de una subida de tipos por parte de la Reserva Federal ya en septiembre, lo que permitió a los mercados bursátiles repuntar un 0,6 % el viernes y cerrar en niveles récord, ante las expectativas de que la Fed mantuviera su postura monetaria paciente. Los precios del oro se dispararon un +7,30 % hasta alcanzar el jueves su máximo en siete semanas y superaron los 4350 dólares por onza el viernes —el nivel más alto en dos meses—, ya que la bajada de los precios de la energía y el debilitamiento de las condiciones laborales disiparon las expectativas de los inversores de que la Reserva Federal aplicara una subida de tipos antes de fin de año, mientras que los metales preciosos se beneficiaron de la debilidad del dólar estadounidense y de la caída de los rendimientos de los bonos del Tesoro, lo que aumentó el atractivo de los activos que no generan rendimiento.

Las empresas mineras de oro se dispararon un 19 % durante la semana —su mejor rendimiento semanal desde marzo de 2026, cuando alcanzaron máximos históricos—, gracias a su nivel de flujo de caja, que se situó en máximos históricos, y a la enorme expansión de los márgenes.

— FLUCTUACIONES Y DATOS MACROECONÓMICOS

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA PASADA

- 3 ago — PMI manuf. EE. UU. (S&P Global):** real 53,9 (prev. 53,8); **ISM manuf.:** real 55,6 (prev. 53,9)
- 4 ago — Balanza comercial:** real -73 300 M USD (prev. -73 000 M USD)
- 7 ago — Variación empleo no agrícola:** real -23 000 (enc. 85 000); **Tasa de desempleo:** real 4,1 % (enc. 4,2 %)

GLOBAL EQUITY INDICES	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD	5,007.84	3.30%	2.88%	13.03%
MSCI EM	1,657.82	-0.48%	-1.94%	18.05%
MSCI EM LATIN AMERICA	3,041.77	-1.57%	0.35%	12.27%
MSCI AC ASIA x JAPAN	1,093.20	-0.95%	-2.36%	19.68%
USA				
S&P 500 INDEX	7,757.64	3.58%	2.41%	13.32%
NASDAQ COMPOSITE	26,690.62	5.19%	1.56%	14.84%
DOW JONES INDUS. AVG	54,036.93	2.96%	2.66%	12.43%
RUSSELL 2000 INDEX	3,034.49	3.52%	1.90%	22.26%
EUROPE				
STXE 600 (EUR) Pr	660.25	1.70%	2.99%	11.49%
Euro Stoxx 50 Pr	6,523.86	2.61%	4.05%	12.65%
DAX INDEX	26,319.45	2.69%	5.00%	7.47%
CAC 40 INDEX	8,714.93	2.41%	4.51%	6.94%
FTSE MIB INDEX	53,717.19	2.96%	2.10%	19.52%
IBEX 35 INDEX	20,176.00	1.99%	4.08%	16.57%
SWISS MARKET INDEX	14,544.91	1.39%	2.18%	9.63%
FTSE 100 INDEX	10,901.09	0.30%	3.85%	9.76%
ASIA				
NIKKEI 225	65,606.71	1.93%	-4.30%	30.33%
HANG SENG INDEX	25,668.03	-0.84%	6.18%	0.15%
CSI 300 INDEX	4,694.44	2.32%	-1.81%	1.39%
SENSEX	78,499.17	0.52%	1.20%	-7.89%
LATAM				
S&P/BMV IPC	66,938.64	0.00%	0.67%	4.09%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	172,513.42	-3.08%	-3.01%	7.07%
MSCI COLCAP INDEX	2,350.44	0.34%	1.85%	13.66%
S&P/CLX IPSA (CLP) TR	11,256.90	2.17%	1.81%	7.40%

FECHAS CLAVE DE LA SEMANA

- 11 ago — Ventas de viviendas existentes:** previsión 4,05 M
- 12 ago — IPC intermensual:** previsión 0,1 %; **IPC interanual:** encuesta 3,4 %
- 13 ago — IPP demanda final mensual:** encuesta 0,2 %; **IPP demanda final interanual:** encuesta 4,9 %
- 14 ago — Ventas minoristas intermensuales:** encuesta 0,1 %; **Índice confianza U. Michigan:** encuesta 54,6

EQUITIES SECTORS	Last	5D	1M	YTD
MSCI WORLD/CONS DIS	507.10	2.57%	3.64%	0.85%
MSCI WRLD/COMM SVC	169.00	1.89%	-1.70%	1.40%
MSCI WORLD/ENERGY	340.31	2.45%	5.03%	27.32%
MSCI WORLD/CON STPL	318.71	0.20%	1.74%	7.22%
MSCI WORLD/FINANCEVAL	209.87	1.49%	4.12%	13.04%
MSCI WORLD BANK INDEX	223.51	1.71%	4.55%	19.14%
MSCI WORLD/INDUSTRl	581.81	3.16%	3.46%	16.47%
MSCI WORLD/HLTH CARE	417.19	2.05%	2.61%	4.44%
MSCI WORLD/MATERIAL	456.43	6.72%	6.56%	15.13%
MSCI WORLD/INF TECH	1,213.52	7.19%	3.20%	24.64%
MSCI WORLD/REAL EST	1,138.17	-0.13%	1.59%	8.00%
PHILA GOLD & SILVER INDX	368.56	19.70%	17.36%	7.68%
MSCI WORLD/UTILITY	208.77	-0.93%	-2.45%	4.76%
US RATES	Last	5D Close	12M Close	
2Y	4.20	4.29 (-0.10)	3.73 (+0.47)	
5Y	4.35	4.45 (-0.10)	3.79 (+0.56)	
10Y	4.65	4.73 (-0.09)	4.25 (+0.40)	
BONDS CREDIT SPREAD	Last	5D Close	12M Close	
EM Bonds Spread	219.49	227.1 (-7.6)	274.89 (-55.4)	
HY Bonds Spread	253.00	268.0 (-15.0)	273.00 (-20.0)	
BBB 10yr Spread	165.46	158.5 (+6.9)	172.39 (-6.9)	
FIXED INCOME	Last	5D	1M	YTD
US High Yield	2,985.74	0.73%	0.36%	2.44%
EM Bonds USD	1,407.56	0.79%	-0.18%	1.49%
EM Local Currency	155.62	1.03%	1.42%	1.66%
CoCos USD	152.39	0.73%	0.54%	0.75%
IG BBB 3-5yr USD	394.39	0.67%	-0.18%	-1.59%
IG AA Corp USD	281.33	0.65%	-0.62%	0.25%

COMMODITIES	Last	5D	1M	YTD
CRB INDEX	380.83	-1.11%	4.01%	27.46%
WTI	78.18	-7.67%	10.99%	36.15%
Brent	89.07	-7.43%	23.94%	42.64%
US Natural Gas	2.66	-3.09%	-18.47%	-27.78%
S&P GSCI Precious Metal	5,821.59	7.43%	6.00%	0.05%
Gold	4,341.56	7.30%	5.73%	0.51%
Silver	63.56	10.35%	5.97%	-11.31%
Platinum	1,750.33	6.18%	6.53%	-15.05%
Palladium	1,380.38	7.55%	8.90%	-14.79%
S&P GSCI Ind Metal Index	613.08	2.00%	4.07%	10.99%
Aluminum	3,280.00	3.02%	4.54%	9.50%
Copper	14,190.59	2.57%	6.71%	13.95%
Nickel	16,804.17	-1.52%	4.16%	1.84%
S&P GSCI Agriculture	390.25	1.62%	1.35%	10.74%
CURRENCIES	Last	5D	1M	YTD
CHF vs. USD	0.8079	-0.05%	0.04%	-1.89%
JPY vs. USD	157.7600	-0.23%	2.75%	-0.67%
CAD vs. USD	1.3939	0.59%	1.88%	-1.54%
EUR vs. USD	1.1559	0.28%	1.29%	-1.59%
GBP vs. USD	1.3491	0.06%	0.99%	0.12%
AUD vs. USD	0.7067	0.68%	2.01%	5.90%
BRL vs. USD	5.0806	-0.15%	1.54%	7.76%
MXN vs. USD	17.1355	1.21%	2.22%	5.09%
COP vs. USD	3,152.70	0.07%	5.45%	19.82%
CNY vs. USD	6.7454	0.11%	0.75%	3.60%
EUR vs. CHF	0.9335	-0.34%	-1.20%	-0.30%
DOLLAR INDEX	99.5390	-0.38%	-1.47%	1.24%
BITCOIN	64,964.29	1.92%	4.68%	-25.88%

— SEGUNDO TRIMESTRE DE 2026 — RESULTADOS FINANCIEROS

EARNINGS GROWTH

Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	352	7	80	50.70%
Materials	19	0	6	39.59%
Industrials	60	0	11	16.65%
Consumer Staples	17	1	5	7.23%
Energy	19	1	2	146.62%
Technology	41	0	4	69.01%
Consumer Discretionary	22	2	12	119.46%
Communications	18	0	6	113.52%
Financials	71	0	8	20.28%
HealthCare	44	1	8	-7.46%
Utilities	20	0	11	14.85%
RealEstate	21	2	7	8.83%

SALES GROWTH

Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	374	13	56	14.58%
Materials	20	0	6	7.23%
Industrials	67	2	4	11.49%
Consumer Staples	18	1	4	11.35%
Energy	18	0	4	42.17%
Technology	41	0	4	27.27%
Consumer Discretionary	25	1	10	9.80%
Communications	19	0	6	13.19%
Financials	72	2	5	13.38%
HealthCare	48	2	3	7.56%
Utilities	21	4	6	5.44%
RealEstate	25	1	4	11.58%

EARNINGS SURPRISE

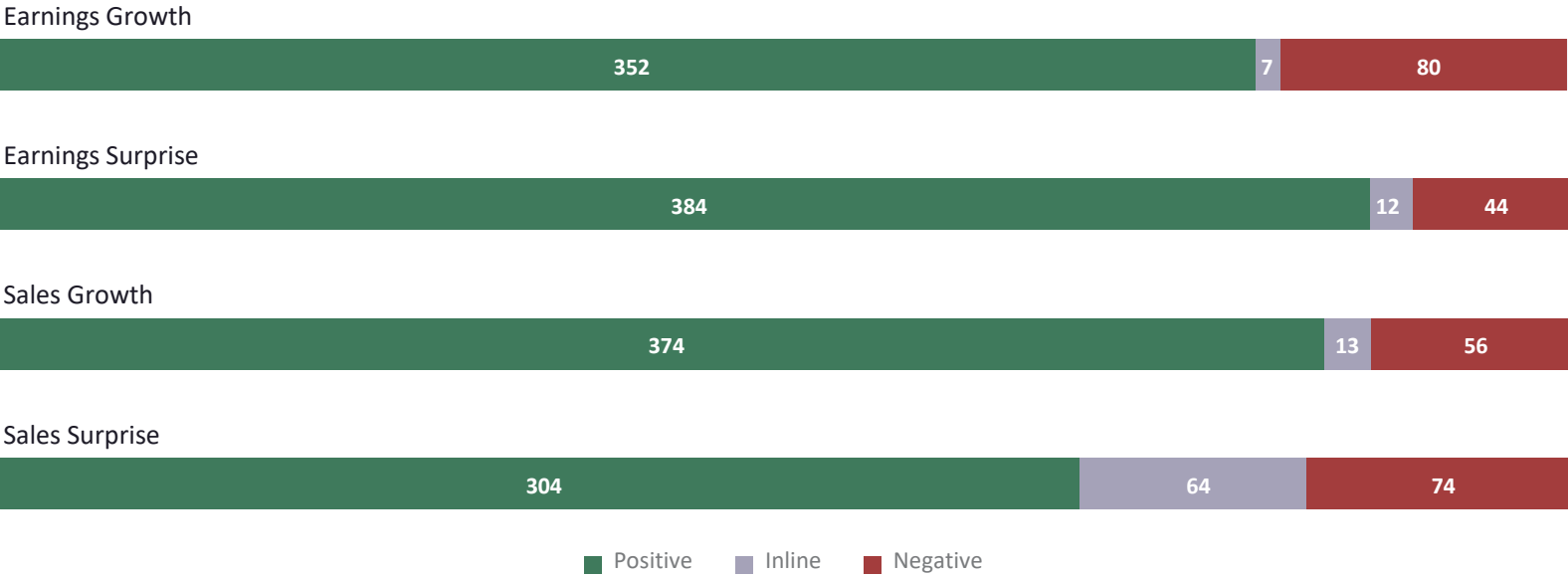
Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	384	12	44	29.38%
Materials	22	0	4	5.28%
Industrials	64	2	6	8.81%
Consumer Staples	20	1	2	4.48%
Energy	19	0	2	9.92%
Technology	42	2	1	11.77%
Consumer Discretionary	28	2	6	106.94%
Communications	19	1	5	96.83%
Financials	69	1	8	11.47%
HealthCare	52	0	1	18.74%
Utilities	22	3	6	4.01%
RealEstate	27	0	3	1.98%

SALES SURPRISE

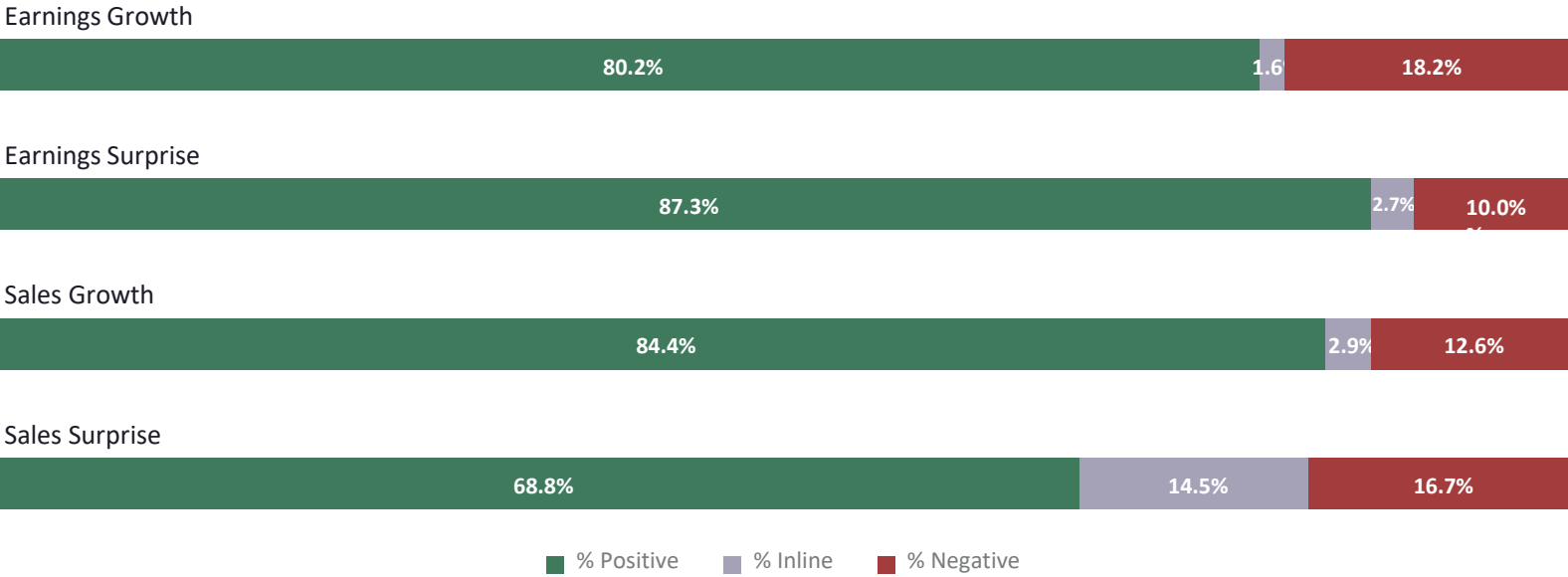
Sector	Pos.	Inline	Neg.	%
S&P 500	304	64	74	3.60%
Materials	16	3	7	1.01%
Industrials	58	7	8	3.48%
Consumer Staples	15	5	3	1.50%
Energy	18	0	4	13.32%
Technology	39	4	2	3.17%
Consumer Discretionary	18	9	9	1.42%
Communications	12	6	7	0.73%
Financials	47	16	15	4.39%
HealthCare	46	6	1	3.15%
Utilities	12	2	17	-1.50%
RealEstate	23	6	1	2.15%

— SEGUNDO TRIMESTRE DE 2026 — RESULTADOS FINANCIEROS

S&P 500 Q2 2026



S&P 500 Q2 2026



— TEMPORADA DE RESULTADOS DE LA SEMANA PASADA

Fecha	Empresa	Est. EPS	Est. Rev	Real EPS	Real Rev	Dif. EPS	Dif. Rev
08/03 (PM)	Palantir Technologies	\$0.35	\$1.81B	\$0.41	\$1.94B	18.2%	7.0%
08/04 (AM)	Caterpillar	\$6.17	\$18.13B	\$8.17	\$19.58B	32.3%	8.0%
08/04 (AM)	McDonald's	\$3.33	\$7.12B	\$3.38	\$7.10B	1.7%	-0.3%
08/04 (AM)	Merck & Co.	(\$0.23)	\$16.35B	(\$0.13)	\$16.61B	44.2%	1.6%
08/04 (AM)	Pfizer	\$0.68	\$14.41B	\$0.77	\$15.03B	13.4%	4.4%
08/04 (AM)	Duke Energy	\$1.30	\$7.64B	\$1.43	\$7.59B	9.7%	-0.6%
08/04 (AM)	Emerson Electric	\$1.68	\$4.80B	\$1.71	\$4.87B	1.9%	1.5%
08/04 (PM)	Booking Holdings	\$2.43	\$7.18B	\$2.54	\$7.35B	4.7%	2.3%
08/04 (PM)	Advanced Micro Devices	\$1.62	\$11.31B	\$1.66	\$11.54B	2.7%	2.0%
08/04 (PM)	Amgen	\$5.62	\$9.44B	\$6.29	\$10.05B	12.0%	6.5%
08/04 (PM)	Gilead Sciences	(\$7.17)	\$7.40B	(\$6.75)	\$7.80B	5.9%	5.5%
08/05 (AM)	Walt Disney	\$1.86	\$25.39B	\$2.06	\$25.25B	10.9%	-0.6%
08/05 (AM)	Uber Technologies	\$0.84	\$14.24B	\$1.17	\$14.19B	39.0%	-0.4%
08/05 (AM)	Eli Lilly	\$6.01	\$20.59B	\$8.38	\$22.97B	39.6%	11.6%
08/05 (AM)	CVS Health	\$1.85	\$99.97B	\$2.58	\$106.10B	39.6%	6.1%
08/05 (PM)	Honeywell Aerospace	\$2.06	\$4.61B	\$1.87	\$4.52B	-9.1%	-2.0%
08/06 (AM)	ConocoPhillips	\$2.90	\$18.30B	\$3.24	\$19.52B	11.7%	6.6%
08/08 (AM)	Berkshire Hathaway	\$7,499.71	\$94.80B	\$9,038.30	\$101.81B	20.5%	7.4%

— TEMPORADA DE RESULTADOS DE ESTA SEMANA

Fecha	Empresa	Est. EPS	Est. Rev
08/10	Simon Property	\$3.22	\$1.64B
08/12	Cisco Systems	\$1.17	\$16.83B
08/13	Applied Materials	\$3.42	\$9.01B
08/18	Home Depot	\$4.73	\$47.33B
08/19	Lowe's Companies	\$4.25	\$26.21B
08/20	Walmart	\$0.74	\$186.80B
08/20	Deere & Co.	\$4.72	\$10.74B
08/25	Intuit	\$3.57	\$4.27B
08/26	Nvidia	\$2.08	\$91.78B
08/26	Salesforce	\$3.28	\$11.32B
09/01	Medtronic	\$1.39	\$9.55B
09/02	Broadcom	\$3.23	\$29.45B

— VISIÓN DE ACTIVOS DE IN ON CAPITAL

Recientemente elevamos nuestra recomendación sobre la renta variable estadounidense (U.S. Equities) a Overweight, reflejando nuestra mayor confianza en la fortaleza de los fundamentos económicos y corporativos. A pesar de esta mejora en nuestra visión estratégica, el mercado se encuentra actualmente en una fase de consolidación lateral tras los máximos alcanzados en mayo. Los precios están absorbiendo un fuerte avance de tres meses impulsado principalmente por el sector de tecnología de la información. De hecho, este sector es precisamente el que lidera la consolidación actual después de haber superado ampliamente al mercado entre abril y junio, con una rentabilidad del +41% en apenas dos meses.

No obstante, la economía continúa mostrando una notable resiliencia y la creación de empleo se está recuperando con fuerza tras la desaceleración observada en 2025, lo que refuerza nuestra convicción sobre la tendencia positiva de mediano plazo. Aunque persiste el riesgo de nuevas presiones sobre las compañías de gran capitalización, consideramos que el mercado podría encontrar apoyo en una rotación gradual hacia sectores cíclicos y defensivos.

En consecuencia, mantenemos una postura Overweight en la renta variable estadounidense, respaldada por la solidez del crecimiento económico, la recuperación del empleo y unas perspectivas de beneficios corporativos que siguen siendo favorables. Seguimos siendo constructivos sobre el mercado a pesar de la corrección observada en el corto plazo..

Asset Class	U	N	O
Renta Fija			
Renta Variable			
Alternativos			

Regions (Equity)	U	N	O
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 TEMA DE LA SEMANA

— USD/JPY: cuando el comprador de última instancia habla en dólares

Hace un mes, en nuestro informe semanal «La lenta erosión de la confianza», describíamos un yen atrapado cerca de sus mínimos de cuatro décadas y advertíamos de que el mayor peligro podría residir no en una mayor debilidad, sino en su repentina reversión. Señalábamos entonces que «si el yen se apreciara bruscamente —ya fuera a causa de un endurecimiento agresivo de la política monetaria del Banco de Japón o de una huida generalizada del riesgo—, el carry trade global correría el riesgo de sufrir una violenta liquidación». La primera parte de ese escenario se ha materializado efectivamente: entre el jueves 30 de julio y el lunes 3 de agosto, el yen se apreció más de un 5 % en tan solo tres sesiones bursátiles, su movimiento más pronunciado en años, impulsado por la decisiva actuación del banco central (gráfico 1). La segunda parte no se ha producido: los mercados han absorbido el movimiento sin altercados y, hasta ahora, el carry trade se ha mantenido.

Lo más sorprendente, y lo que hace que esta intervención sea realmente especial, es que no proviene de un único banco central. El lunes por la mañana, la ministra de Hacienda, Satsuki Katayama, confirmó que el Tesoro de EE. UU. había comprado yenes junto con Tokio. La última vez que hubo una intervención conjunta fue en 2011, y la última destinada a respaldar la moneda japonesa se remonta nada menos que a 1998. El verdadero punto de inflexión, sin embargo, radica en otra parte: en la magnitud de la intervención. Tanto en 1998 como en 2011, la contribución de EE. UU. nunca superó los mil millones de dólares. Esta vez, se estima que la cifra oscila entre los 5000 y los 10 000 millones, entre 5 y 10 veces superior a la de las dos últimas intervenciones. En cuanto a Japón, por sí solo destinó unos 53 000 millones en un solo día, lo que supone un récord histórico (gráfico 2).



Gráfico 1: USDJPY (157,50) — gráfico diario

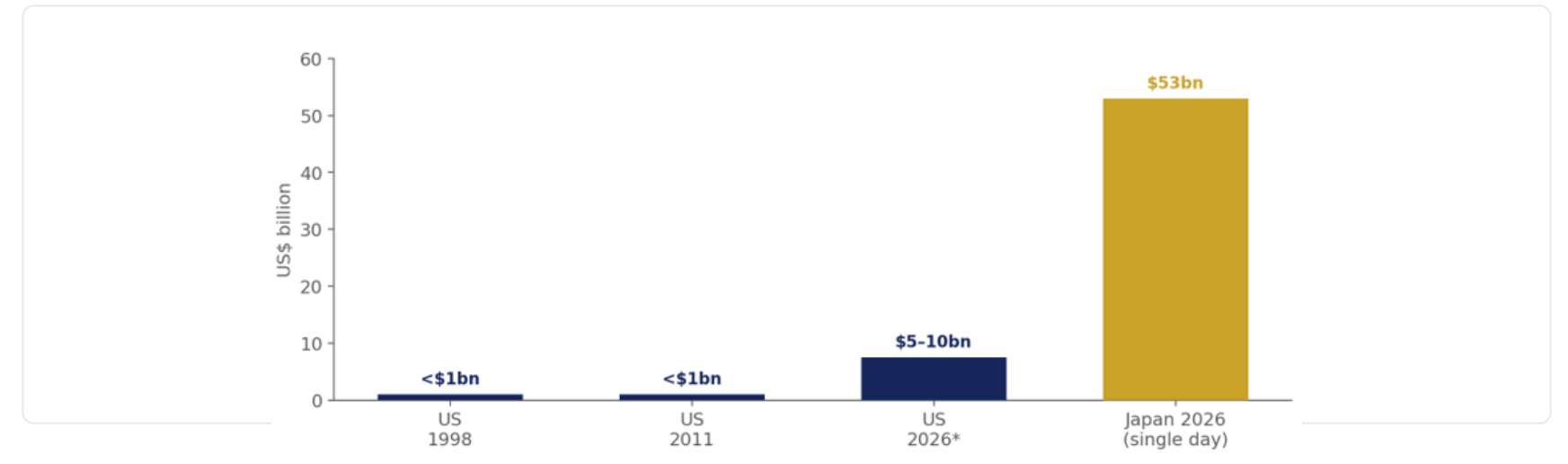


Gráfico 2: Apoyo al yen por parte de EE. UU. y Japón

EL TEMA DE LA SEMANA

— ¿Por qué Washington apoya al Banco de Japón?

Los estadounidenses no actúan sin motivo, y sería un error interpretar esto como un acto de solidaridad. Washington no intervino para rescatar a Japón, sino para protegerse a sí mismo y, concretamente, para proteger sus propios bonos a largo plazo. Japón posee aproximadamente 1,1 billones de dólares (o el 12 %) en bonos del Tesoro estadounidense, lo que supone la mayor posición extranjera de cualquier país (gráfico 3). Si Tokio se hubiera visto obligado a financiar la defensa de su moneda liquidando esas tenencias, las ventas habrían recaído en el extremo a largo plazo de la curva estadounidense en el peor momento imaginable: con un déficit federal cercano a los 2 billones de dólares al año, el 85 % de la emisión venciendo en un plazo de doce meses y necesitando una refinanciación constante, y el rendimiento a 30 años ya en su máximo de los últimos diecinueve años, situándose en el 5,28 %. Como llevamos tiempo defendiendo, tanto en deuda como en divisas, lo que supone una amenaza no es el nivel, sino la velocidad del ajuste. Una posición extranjera que se reduce a la mitad gradualmente a lo largo de una década se absorbe sin problemas; que se vendan decenas de miles de millones en tres sesiones en un calendario de subastas ya saturado es otra cuestión totalmente distinta.

La elegancia de la operación radica en cómo se neutralizó este peligro. En lugar de vender sus bonos del Tesoro, se está animando a Japón a pignorarlos, obteniendo los dólares necesarios a través del mecanismo FIMA de la Reserva Federal —una línea de crédito que permite a los bancos centrales extranjeros obtener préstamos de hasta 60 000 millones de dólares al día utilizando sus bonos del Tesoro como garantía, en lugar de venderlos (gráfico 4). De un plumazo, el vendedor forzado se convierte en un comprador garantizado y cautivo: Japón obtiene los dólares para sus compras de yenes, y ni un solo bono llega al mercado. Además, para comprar yenes, Washington evitó deliberadamente vender dólares —lo que habría socavado la propia moneda que se proponía proteger—, sino euros, el único otro mercado con suficiente profundidad para tal fin (gráfico 4). De este modo, se salvó al dólar y se exportó discretamente parte de la presión a una Europa que debe financiar por sí misma una montaña de deuda y cuyos rendimientos franceses a diez años ya cotizan por encima del 3,90 %.

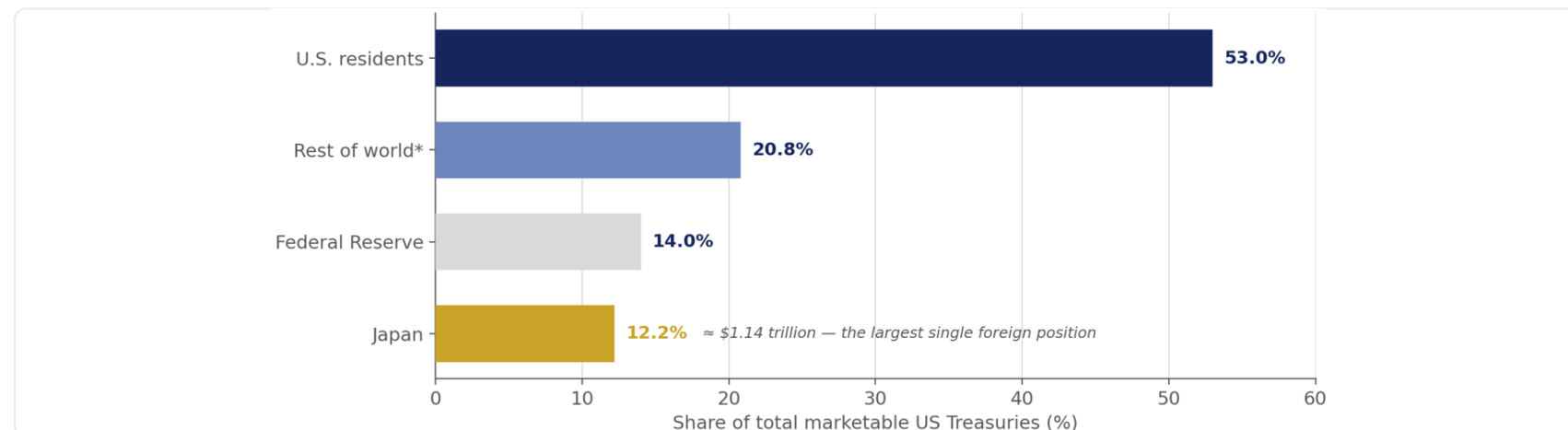


Gráfico 3: Porcentaje de bonos del Tesoro de EE. UU. por tenedor

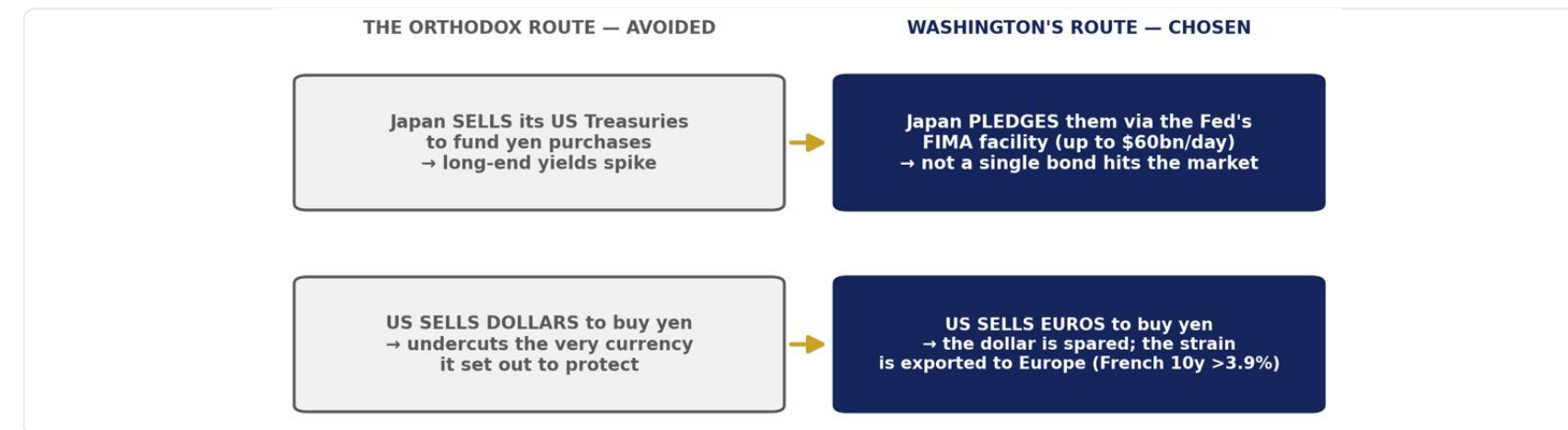


Gráfico 4: La ruta seguida por la Fed para la operación con el yen

EL TEMA DE LA SEMANA

— Japón, atrapado en una trampa estructural

Como mencionamos en nuestro informe de julio, Japón se encuentra atrapado en una debilidad estructural de su moneda, provocada por un deterioro macroeconómico alimentado por el aumento de los tipos de interés. La pregunta principal es: «¿Por qué intervenir, si la depreciación es estructural?». Porque las autoridades no están luchando contra la tendencia, sino contra su ritmo. Las posiciones cortas especulativas contra el yen se habían disparado hasta alcanzar unos 9.500 millones de dólares a finales de julio, la cifra más alta desde 2007, y un mercado unidireccional invita a que se produzcan sus propios accidentes. Una caída lenta y ordenada da tiempo a los agentes económicos para adaptarse: a las aseguradoras para levantar sus coberturas, a los importadores para repercutir los costes y a los inversores para liquidar las operaciones de carry trade de forma ordenada; un colapso repentino no permitiría nada de esto y obligaría precisamente a la venta masiva de bonos del Tesoro que Tokio y Washington se han organizado ahora para evitar. La intervención no es un intento de derrotar al mercado, sino de orquestar una retirada.

Más allá de la mecánica, hay una lección que este episodio hace imposible de ignorar. La defensa clásica de una moneda débil consiste en subir los tipos de interés: se suben, se atrae capital y la moneda se fortalece. Pero para un Estado cuya deuda bruta supera el 230 % del PIB, ese remedio es un veneno. Como mostramos el mes pasado, con un tipo de interés oficial de tan solo el 1 %, la factura de intereses de Japón ya se acerca a los 13 billones de yenes, alrededor del 2 % del PIB, y cada incremento adicional se acumula de forma casi exponencial (gráfico 5). Defender el yen con los tipos de interés supondría llevar al Estado a la quiebra; abandonarlo por completo obligaría a la liquidación del propio Tesoro, algo que Washington acaba de intentar evitar. Se trata de la dominancia fiscal en su forma más pura: el punto en el que la política monetaria ya no se establece para gestionar la inflación, sino para mantener la solvencia del Estado. El banco central se encuentra atrapado, y la intervención, por muy amplia que sea, solo gana tiempo; nunca revierte una tendencia estructural.

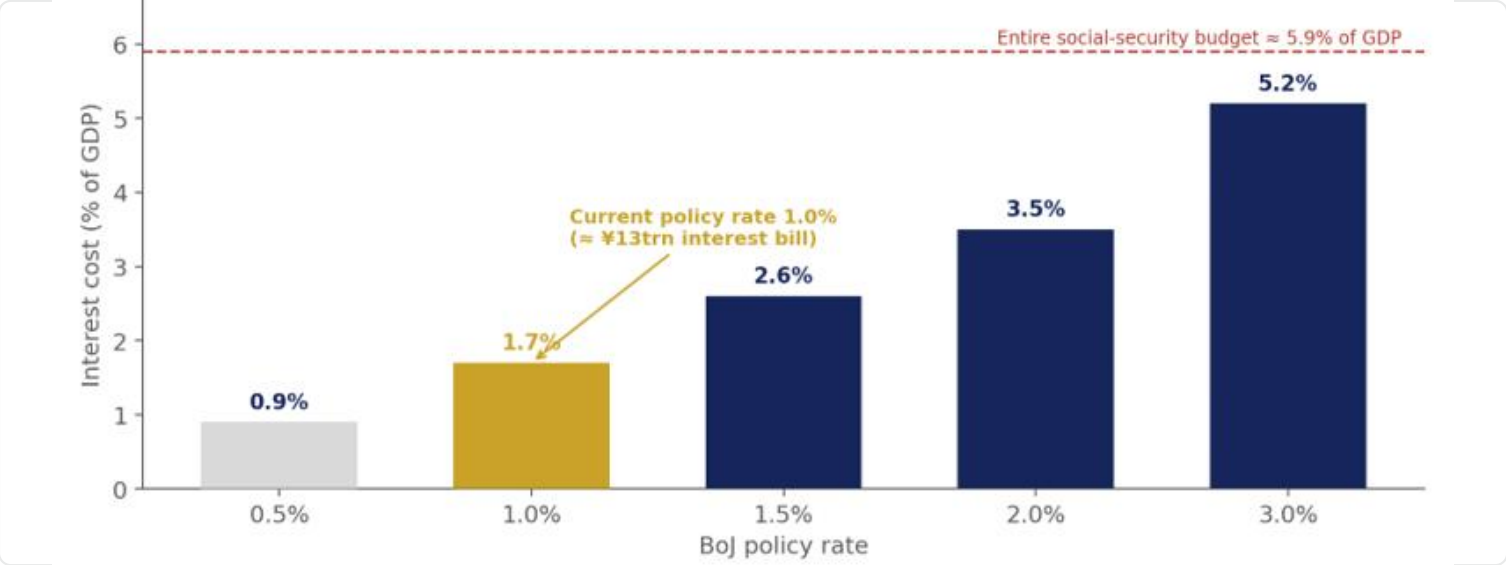


Gráfico 5: Coste de los intereses (en % del PIB) según diferentes tipos de financiación

EL TEMA DE LA SEMANA

— El problema será el mismo para EE. UU.

La solución, por tanto, va precisamente en contra de la ortodoxia. Cuando una economía está tan endeudada, la estrategia final no consiste en subir los tipos de interés, sino en bajarlos: monetizar, aplicar medidas de contención financiera y gestionar la caída de la moneda de la forma más lenta y deliberada posible. Japón ya vive esta realidad: el Banco de Japón posee ahora la mitad de todos los bonos del Estado en circulación (gráfico 6). Las autoridades japonesas son muy conscientes del trilema de la política monetaria. Este establece que, cuando el capital circula libremente, es imposible fijar a la vez el tipo de cambio y el tipo de interés. Como hemos mencionado anteriormente, las autoridades no están combatiendo la caída del yen, sino más bien el ritmo de su depreciación; el objetivo no es invertir la tendencia, sino controlar su ritmo. Por nuestra parte, nuestra opinión es que el yen se encuentra en un mercado bajista estructural y se debilitará en los próximos años... incluso más que el dólar estadounidense.

En cuanto a EE. UU., a pesar de que la proporción de bonos del Tesoro en poder de la Fed es mucho menor que la de los bonos del Estado japonés en Japón, EE. UU. está siguiendo poco a poco el mismo camino. Como prueba de ello, la Fed ha puesto fin recientemente al endurecimiento cuantitativo y ha reanudado las compras (gráfico 7) —una monetización que no se atreve a decir su nombre—, mientras que las reformas regulatorias empujan a los bancos, a los emisores de stablecoins y a los hogares a mantener bonos del Tesoro. Como hemos comentado a menudo en nuestros informes y durante nuestras perspectivas trimestrales de mercado, Washington no puede permitirse un entorno de tipos altos a largo plazo y, sin duda, tendrá que bajar los tipos en algún momento. Esta situación, junto con el actual proceso de desdolarización de los bancos centrales de los mercados emergentes, refuerza nuestra opinión de que la tendencia a largo plazo del dólar es a la baja. Para Estados Unidos, el verdadero problema no es acudir en ayuda de Japón, sino evitar una crisis por su propia deuda. Es de sobra conocido que la deuda soberana estadounidense ha aumentado excesivamente desde la crisis de 2008, pasando por etapas del 35 % a más del 100 %.

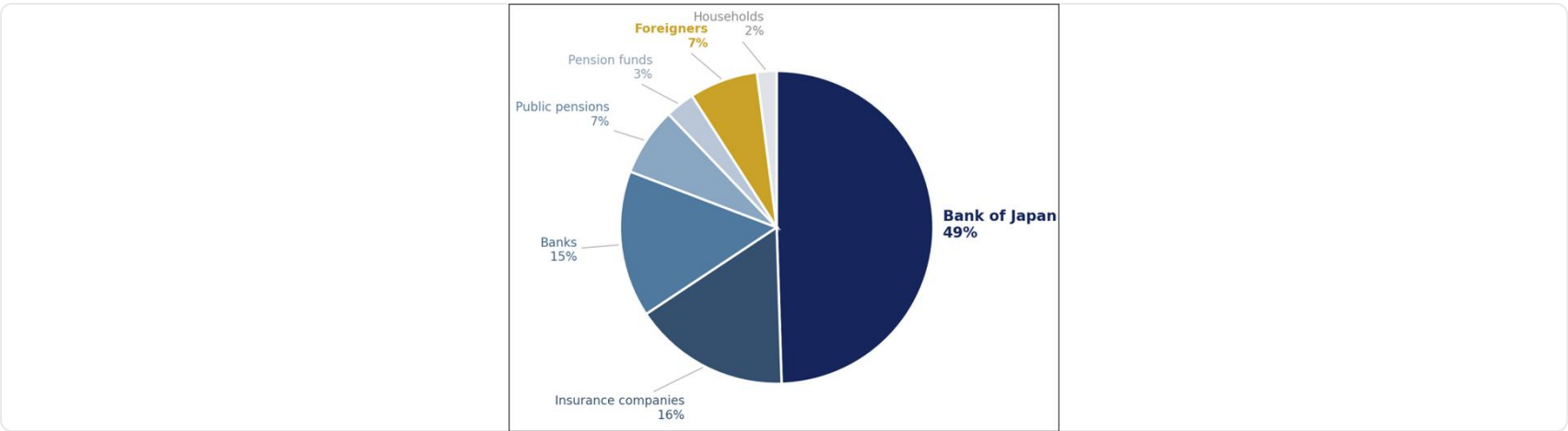


Gráfico 6: Porcentaje de bonos japoneses por tenedor (BoJ: 49 %)

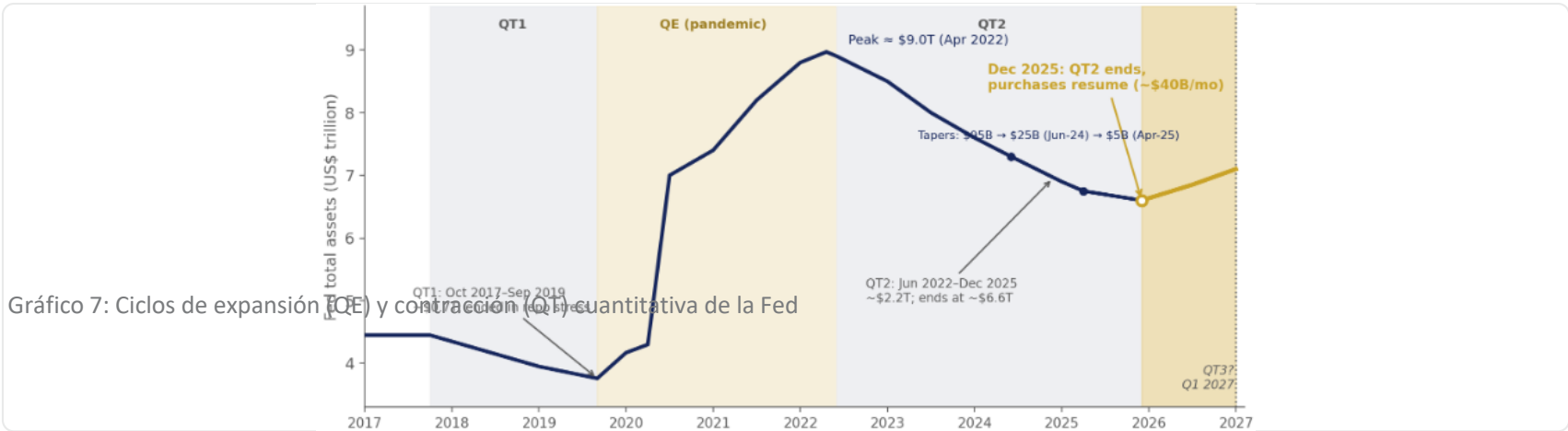


Gráfico 7: Ciclos de expansión (QE) y contracción (QT) cuantitativa de la Fed

EL TEMA DE LA SEMANA

— Conclusión

Se desprenden dos conclusiones, que constituyen el núcleo de esta nota. La primera es que Estados Unidos está comprando yenes no por amistad, sino por interés propio. Su objetivo es proteger el dólar y, sobre todo, los bonos a largo plazo estadounidenses, garantizando que Japón nunca se vea obligado a vender títulos del Tesoro. A través de compras financiadas con euros y, de forma más duradera, mediante el mecanismo de respaldo del FIMA —que convierte a los acreedores en cautivos—, Washington aísla su propio mercado de financiación de un repunte de los rendimientos a largo plazo justo en el momento en que sus necesidades de financiación son mayores. Cuando el presidente Trump calificó la operación de «una señal de amistad» que conllevaba un «beneficio financiero», fue más sincero de lo que quizá pretendía: el beneficio recae en primer lugar en el emisor del activo de reserva mundial.

La segunda conclusión, y más amplia, es que este episodio revela el verdadero desenlace para cualquier economía que sufra el peso de una deuda creciente y un crecimiento en desaceleración. Una vez que se instala el dominio fiscal, la última línea de defensa no son unos tipos más altos, sino más bajos. El remedio ortodoxo —el endurecimiento para apoyar la moneda— se convierte en la vía más rápida hacia la insolvencia, mientras que la flexibilización, la monetización y la represión financiera se convierten en los únicos medios para mantener la deuda al día. La moneda no se defiende; se sacrifica, lenta y deliberadamente, para salvar el mercado de bonos, ya que una crisis de deuda desordenada acabaría, al fin y al cabo, infligiendo a esa misma moneda un daño mucho mayor del que jamás podría causar una depreciación controlada. Para los inversores, la conclusión a la que llegamos hace un mes sigue vigente y se refuerza: el mercado bursátil japonés es una tendencia que hay que aprovechar con protección y nunca sin una cobertura cambiaria. Por último, más allá de las propias divisas, son los activos reales —con el oro a la cabeza— los que se beneficiarán del resultado.

— 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.