



Recuadro 1 CICLO BURSÁTIL DE ESTADOS UNIDOS EN 2025

La recuperación de las bolsas desde el mes de abril se apoyó en el optimismo por los desarrollos de la inteligencia artificial, la moderación de la guerra comercial y una política de flexibilización monetaria por parte de la Fed. Esta alza —que ha llevado a las diversas plazas a alcanzar sucesivos récords históricos— ha generado la pregunta si esta tendencia puede ser sucedida por una corrección brusca.

Por un lado, el alza ha estado concentrada en las empresas tecnológicas vinculadas al boom de la inteligencia artificial, lo cual apoyaría la visión de que el alza de las cotizaciones se basa en fundamentos de futuros ingresos. Sin embargo, el brusco y significativo aumento en la valoración de estas empresas tecnológicas, el deterioro de los flujos de caja por las mega inversiones y la incertidumbre que implica la competencia de China en el sector, son factores de incertidumbre.

En el plano macroeconómico, también existen factores de riesgos. En correcciones pasadas, una posición restrictiva de la Reserva Federal (FED) o una desaceleración económica brusca han sido elementos importantes.

El optimismo que caracterizó a la bolsa de Estados Unidos en los últimos años se vio interrumpido en febrero de 2025 tras el incremento de las tensiones comerciales. Hasta dicha fecha, el principal índice bursátil de Estados Unidos, S&P 500, subió 49 por ciento en los diecisiete meses previos. Sin embargo, los aranceles se materializaron en abril, provocando un desplome del 19 por ciento en la bolsa en el mismo mes.

No obstante, el mercado inició un nuevo ciclo de alzas, “Rally IA”, tras lograr recuperarse sostenidamente gracias a tres catalizadores: la moderación de las tensiones comerciales globales, el auge de la inteligencia artificial y la reducción de tasas de la Fed ante las señales de desaceleración económica. Como resultado, el S&P 500 acumuló un alza del 32 por ciento en seis meses a octubre.

Sin embargo, el sentimiento cambió nuevamente en noviembre. En este mes, el índice retrocedió, hasta un 4 por ciento a la tercera semana, debido a la confluencia de tres factores de riesgo: valoraciones extremas en las firmas tecnológicas, una Fed más cauta por la persistencia inflacionaria y disrupciones operativas por el cierre del gobierno (*shutdown*). Esta corrección aún no define una tendencia bajista, pero acentuó el temor a un retroceso mayor. Analistas la interpretan como una rotación de flujos de capitales desde acciones de firmas de tecnología hacia sectores tradicionales.

Tipología de las crisis o correcciones bursátiles

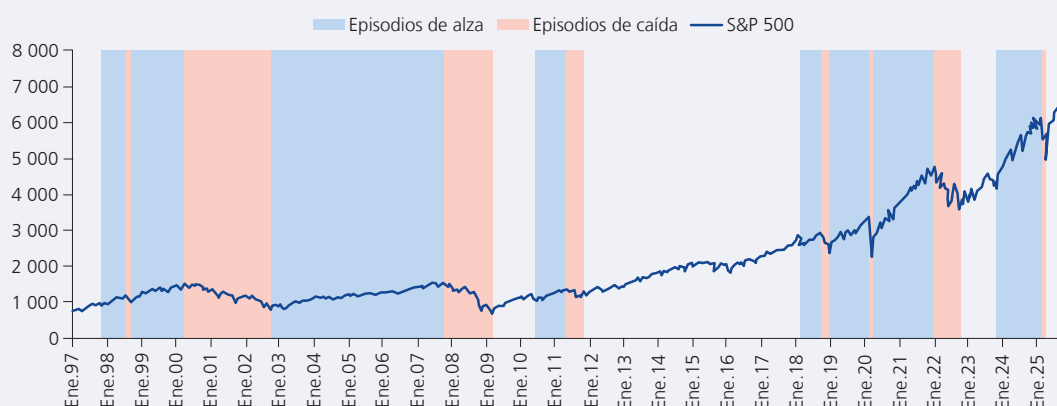
Históricamente, los ciclos del mercado estadounidense han estado marcados por tres categorías principales de crisis desde 1997, las cuales sirven de referencia para analizar el episodio actual:

Crisis de solvencia y crédito (1998, 2007 y 2011)

Estos eventos se caracterizan por problemas sistémicos en la cadena de pagos y la calidad de los activos.

- 1998 (*Long Term Capital Management*, LTCM, y *default* ruso): crisis financiera desencadenada por el default soberano de Rusia y los modelos fallidos del fondo de cobertura LTCM, lo que obligó a la Fed a coordinar un rescate privado en este último caso. La bolsa experimentó una caída de 19 por ciento entre julio y agosto, luego de haber subido más de 35 por ciento en los diez meses previos.
- 2007 (Crisis financiera global - CFG): episodio más relevante en este siglo, originado por el colapso del valor del colateral base del sistema (hipotecas). A ello se sumó la proliferación de instrumentos financieros altamente sofisticados mediante la ingeniería financiera. La CFG afectó directamente a la banca de países desarrollados y provocó una caída bursátil del 57 por ciento en dieciocho meses desde octubre, luego de haber acumulado un alza de 101 por ciento en los cinco años anteriores.
- 2011 (Crisis de deuda soberana en Europa): crisis marcada por la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos (*downgrade*) y la crisis europea, lo que cuestionó la seguridad de los activos “libres de riesgo”. El impacto fue este evento en el mercado bursátil fue similar al del 1998 con un retroceso de 19 por ciento desde abril, periodo bajista que duró siete meses.

ÍNDICE BURSÁTIL S&P 500 DESDE 1997



Fuente: Reuters.

CICLOS BURSÁTILES DE EUA

(Con una corrección de cerca de 20 por ciento como mínimo)^{1/}

Evento	Duración del episodio (meses)	Tipo de Shock	Episodio alcista pre crisis	Variación (%)	Duración (meses)	Episodio de corrección en la crisis	Variación (%)	Duración (meses)
Default ruso y crisis LTCM	12	Solvencia / Liquidez	oct/1997 – jul/1998	35	10	jul/1998 – ago/1998	-19	2
Crisis puntocom	52	Valuación / Tecnológico	ago/1998 – mar/2000	60	20	mar/2000 – oct/2002	-49	32
Crisis financiera global	79	Inmobiliario / Bancario	oct/2002 – oct/2007	101	61	oct/2007 – mar/2009	-57	18
Downgrade EUA y 2da fase crisis deuda europea	17	Soberano	jul/2010 – abr/2011	33	10	abr/2011 – oct/2011	-19	7
Fed hawkish y guerra comercial	12	Monetario / Comercial	feb/2018 – sep/2018	14	8	sep/2018 – dic/2018	-20	4
COVID-19	17	Exógeno (salud)	dic/2018 – feb/2020	44	15	feb/2020 – mar/2020	-34	2
Episodio inflacionario	33	Oferta / Monetario	mar/2020 – ene/2022	114	23	ene/2022 – oct/2022	-25	10
Liberation Day	20	Comercial / Liquidez	oct/2023 – feb/2025	49	17	feb/2025 – abr/2025	-19	3
Rally IA	7	Valuación / Tecnológico	abr/2025 – oct/2025	32	7	nov-2025	-4	1

^{1/} Estos ciclos bursátiles consideran caídas sostenidas del S&P 500 de aproximadamente 20 por ciento o más, umbral que la literatura financiera define técnicamente como mercado bajista (bear market).

Fuente: Reuters. El episodio de corrección del rally IA es hasta la tercera semana de noviembre de 2025.

Crisis de ajuste de valuación (2000)

El evento de la burbuja Puntocom se generó por expectativas 'irracionales' donde empresas sin beneficios alcanzaron valoraciones exorbitantes. El posterior ajuste del valor de las firmas tecnológicas provocó un desplome del S&P 500 en 49 por ciento desde marzo a lo largo de los próximos treinta y dos meses.

Choques exógenos, de oferta y ajuste en la política monetaria (2018-2022)

Esta categoría define la última década:

- 2018 (Fed *hawkish* y guerra comercial): La normalización de las tasas de interés y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China contribuyeron en una caída de la bolsa cercana al 20 por ciento en cuatro meses desde setiembre, obligando a la Fed a flexibilizar su postura.
- 2020 (COVID-19): este episodio es un "cisne negro" sanitario que causó un *shock* simultáneo de oferta y demanda. El detenimiento de las actividades económicas se tradujo en una caída de la bolsa en 34 por ciento en solo dos meses a fin del primer trimestre. La respuesta fiscal y monetaria sin precedentes ayudó a restaurar la salud de la economía, aunque infló los precios de los activos, generando la siguiente crisis.





- 2022 (episodio inflacionario): El exceso de liquidez frente a una oferta limitada de bienes y servicios incrementaron la inflación, forzando a los bancos centrales a posicionarse hacia una estanca monetaria restrictiva. Lo anterior corrigió el mercado bursátil estadounidense en 19 por ciento en diez meses desde enero, luego de un alza previa del 114 por ciento en los dos años previos.

Consideraciones respecto al ciclo actual

Concentración de la reciente alza de la bolsa

El presente episodio de alza se concentra principalmente en un sector específico con perspectivas positivas (pero sujeta a factores de incertidumbre). En el ciclo actual, las 10 empresas más grandes en el mercado bursátil de Estados Unidos representan el 40 por ciento de la capitalización de todo el mercado³. Este porcentaje constituye un récord histórico. Cabe recordar que, la capitalización de las 10 empresas más grandes en el episodio del año 2000 fue del 35 por ciento y en el episodio del 2007 fue del 20 por ciento.

Esto revela, por un lado, que el alza reciente responde a las expectativas en torno a un sector que ha sido el más dinámico en los últimos años y que ha recibido un impulso adicional por los desarrollos en torno a la inteligencia artificial. En tal sentido, se trata de un *boom* sustentado en empresas con perspectivas positivas. Sin embargo, como se verá más adelante, estas perspectivas sirven de escenario base, pero hay incertidumbre sobre sus perspectivas en los próximos años.

Valoraciones actuales del S&P500 en niveles históricos

Las valoraciones actuales del S&P 500 se ubican por encima incluso de las observadas en la burbuja Puntocom, pero se caracterizan por estar explicadas por las valoraciones de las empresas tecnológicas. El ratio Precio/Utilidad indica cuántos dólares paga el inversionista por cada dólar de ganancia de una empresa, y el ratio Precio/Ventas muestra cuánto paga por cada dólar de ingresos, útil cuando aún no hay utilidades. Niveles elevados de estos ratios, en comparación con métricas históricas, pueden implicar sobrevaloraciones y viceversa.

A octubre de 2025, el S&P 500 cotizó a 26 veces utilidades (Precio/Utilidades por acción de 26) y 3,4 veces ventas (Precio/Ventas por acción de 3,4), niveles históricamente altos que incluso superan a los de la burbuja Puntocom (24 veces utilidades y 2 veces ventas), lo que refleja valoraciones extremadamente altas y expectativas de utilidades y ventas futuras sostenidas.

Sin embargo, estas altas valoraciones se explican en gran medida en las industrias tecnológicas que cotizan a 43 veces utilidades en los recientes meses, lo que refleja que los inversionistas demandan un gran crecimiento de los beneficios.

Las empresas que sustentan el alza de la bolsa presentan alta liquidez, razonables ratios de apalancamiento, pero una creciente inversión con expectativa de grandes retornos futuros. En cuanto a liquidez, no parece haber dificultad para hacer frente a pasivos de corto plazo por parte de las firmas. El ratio de activos corrientes/pasivos corrientes (capacidad de hacer frente a pasivos de corto plazo) para las firmas del S&P500 es de **1,22** a octubre del 2025, mayor al 1,11 del Puntocom y 1,16 del CFG. Cabe señalar que este coeficiente es de casi 2 para las grandes firmas tecnológicas en la actualidad, lo cual les facilita las inversiones en megaproyectos.

En cuanto a solvencia, los recientes ratios de apalancamiento son altos, pero inferiores a los periodos previos. El coeficiente de pasivos totales/activos totales de las firmas en el S&P500 es de 0,77, lo que implica que 77 por ciento de los activos fueron financiados con pasivos, mientras en los 2000s era de 83 por ciento. Este ratio es de 0,33 para las grandes firmas tecnológicas, lo cual denota su fortaleza financiera relativa.

3 Estas firmas son: Nvidia (tecnología), Apple (tecnología), Microsoft (tecnología), Amazon (consumo de lujo), Alphabet (antes Google, comunicaciones), Broadcom (tecnología), Meta (antes Facebook, comunicaciones), Tesla (consumo de lujo), Berkshire Hathaway (finanzas) y Eli Lilly (salud).

Las utilidades (ganancia contable) de las firmas están en niveles elevados, pero sus flujos de caja libre (el dinero efectivo que entra a la caja después de gastos e inversiones) ha caído. Lo cual refleja inversiones significativas sin retorno inmediato.

El crecimiento de las utilidades de las firmas del S&P 500 fue de 12 por ciento interanual a octubre de 2025 y el margen de utilidad (mide qué porcentaje de las ventas son utilidades netas) es del 11 por ciento, frente al 7 por ciento del año 2000. Sin embargo, los flujos de caja se estancaron en comparación con el episodio previo del Puntocom.

Ello va en línea con el nivel del coeficiente de gasto de capital/gasto de depreciación de 1,6 veces a octubre de este año, registrando un máximo histórico. Es decir, las empresas están invirtiendo un 60 por ciento más en nuevos activos frente a los activos existentes que se están depreciando.

Como se mencionó las grandes firmas tecnológicas vienen invirtiendo en mega proyectos de centros de chips y datos y se espera que gasten un total USD 3 billones entre 2025 y 2028. Esto se ha reflejado en una disminución del efectivo y aumento de las emisiones de deuda corporativa.

El entorno macroeconómico es otro factor de incertidumbre

- **Con respecto a política monetaria**, de los episodios anteriores se observa que la Fed actúa como un elemento central en las fluctuaciones bursátiles, ya sea desencadenando correcciones al subir tasas de interés para combatir la inflación (2018, 2022) o amortiguando las crisis mediante recortes en las mismas (1998, 2008, 2020). En el episodio actual, existe incertidumbre en torno a la evolución futura de la tasa—cuyo nivel actual es de 3,75 por ciento y está por encima de la tasa de largo plazo—debido a la contraposición de una desaceleración económica y la persistencia de presiones inflacionarias.
- **En materia de política fiscal**, hay un menor espacio fiscal ante una eventual crisis considerando el aumento de la deuda pública de los últimos años y la persistencia de los déficit fiscales: para 2025, se estima una deuda pública bruta a **124 por ciento del PBI** y un déficit fiscal de 5,8 por ciento.
- **Hasta mediados de 2025, el consumo se mostró resiliente, pero hay una mayor dependencia de los hogares con mayores ingresos.** El crecimiento del PBI del segundo trimestre del 2025 fue de **3,8 por ciento** (tasa trimestral anualizada), una mayor tasa frente al 2,3 por ciento del tercer trimestre de 2007 y al 1,5 por ciento del primer trimestre de 2000. El consumo privado creció **2,5 por ciento** en el segundo trimestre de este año, un menor ritmo frente a la CFG (2,7 por ciento) y Puntocom (6,2 por ciento).

Según Moody's, el 10 por ciento de los hogares más ricos en Estados Unidos, familias con ingresos anuales de al menos USD 250 mil, representó la mitad del consumo privado este año, por lo que ellos contribuyeron en al menos **0,8 puntos porcentuales** al crecimiento del PBI del segundo trimestre. Asimismo, estos hogares han venido aumentando su participación en la riqueza total de los hogares: tienen las dos terceras partes de la riqueza al tercer trimestre del 2025; poseen más del 80 por ciento de las acciones y negocios privados, y solo tiene la cuarta parte de los pasivos.

Conclusión

El ciclo alcista a octubre de 2025 presenta una dicotomía de riesgos. Por un lado, se evidencia una mayor calidad de los fundamentos de las empresas líderes, tecnológicas en su mayoría, frente a ciclos previos, debido a los altos márgenes de liquidez, rentabilidad y bajo endeudamiento.

Pero, las valoraciones en niveles récord dejan al mercado bursátil vulnerable ante posibles decepciones en el crecimiento de utilidades o rentabilidad futura de las mega inversiones. Existen factores de riesgo asociados a la combinación de (i) una concentración muy elevada del mercado bursátil (40 por ciento en las 10 firmas más grandes), (ii) mega inversiones en infraestructura en IA (que están dañando el flujo de caja y el apalancamiento corporativo), (iii) menor espacio para políticas contracíclicas, (iv) incertidumbre sobre la política monetaria a futuro y (v) alta concentración del consumo en las familias de mayores ingresos.

