

Flash Note: El fantasma de 1999 recorrió Wall Street el viernes. ¿Con motivo o sin él?

La sorpresiva e intensa corrección del Nasdaq el viernes (-4%) ha reabierto una vieja pregunta: ¿estamos reviviendo la burbuja puntocom? Nuestra conclusión es que no. ¿Por qué? Existen similitudes en el entusiasmo, pero diferencias fundamentales en los cimientos entre ambos ciclos.

Como creo que la mejor forma de poner a prueba una tesis de inversión es someterla a toda duda razonable, abordaré esta reflexión no mediante afirmaciones categóricas, sino formulando algunas de las dudas que hoy inquietan a los inversores, tratando de responder de la forma más honesta y fundamentada que me sea posible.

1. ¿Los beneficios justifican las valoraciones?

Bastante más que en 1999. El periodo 1995-2000 arrojó un ritmo promedio de expansión en beneficios del 5.4% anual. En el periodo reciente 2020-2026 (1Q) el ritmo de expansión en beneficios ha sido del 14.5% (*frente Economics Greenfield, Multpl*). A diferencia de entonces, el crecimiento bursátil está hoy más respaldado por beneficios. Y si comparamos dinámicas dentro de cada periodo, en el último año del periodo 95-00, el crecimiento en EPS del S&P fue del 0.4%. En cambio, en el último año del periodo 2020-2026 el ritmo de crecimiento en EPS del 15%. Dentro de este resultado agregado, el sector tecnológico es el que acumula varios años de fuerte expansión de resultados y el consenso sigue proyectando crecimientos elevados para 2027. Además, los márgenes empresariales se encuentran ahora cerca de máximos históricos.

En economía, los márgenes suelen ser un indicador del momento del ciclo. Márgenes altos pueden ser sinónimo de demanda sobrecalentada (lo que sugiere que el ciclo está cerca de acabarse). Pero márgenes altos también puede ser motivados porque el software, la nube, los datos y el compute permiten escalar ingresos y negocios más rápido que los costes. La pregunta clave es: ¿Los elevados márgenes en el *corporate* USA se deben a una demanda sobrecalentada o, más bien, a un cambio en la estructura económica? Buena parte de la respuesta a si estamos en burbuja se encuentra, probablemente, ahí.

2. ¿Existe un riesgo de sobrecalentamiento económico?

Mucho menor que en los años noventa. La economía estadounidense sigue creciendo, pero lejos de las tasas superiores (y peligrosas) del 4% que vimos en el periodo 1995-2000 y que precedieron al estallido de la burbuja en bolsa. En el periodo reciente 2020-2025, el ritmo promedio anual para el PIB USA (real) ha sido del 2.2%, siendo, además, muy estable en todo el periodo. ¿Porqué es esto relevante? Una economía que crece al 4% anual durante varios años tiende a acercarse rápidamente a sus límites de capacidad, generando sobrecalentamiento,

tensiones, e inflación. No es casualidad que la Fed endureciera agresivamente su política monetaria en el año 99. Por el contrario, un crecimiento cercano al 2% promedio en los últimos 5 años suele ser más compatible con el crecimiento potencial de la economía estadounidense, reduciendo el riesgo de sobrecalentamiento y la necesidad de aplicar medidas restrictivas por parte de la Fed.

3. ¿Entonces, existe un mayor/menor riesgo de que la Fed acabe con el ciclo de bolsa, como hiciera en 1999?

Mucho menor. En abril del 99, la Fed inició un ciclo de subidas de tipos de casi 200pb en menos de un año, lo que drenó mucha liquidez del mercado de *equity*, facilitando la explosión desordenada del mercado. Por lo dicho en el punto anterior, no me parece probable una campaña agresiva de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal en un futuro próximo.

4. ¿La especulación se ha descontrolado?

No todavía. A nivel de índice, el comportamiento agregado del mercado ha sido intenso, pero está lejos de los excesos observados en 1999. Las valoraciones agregadas son elevadas, aunque muy inferiores a las de entonces: en términos de índice, la prima de riesgo que hoy ofrece el S&P (medido por el *Equity Yield* previsto con beneficios 5 años) está ~140 puntos básicos positivos respecto a la Yield del bono libre de riesgo a 5 años. En el año 99, esta prima de riesgo estaba en terreno negativo.

En términos sectoriales, el software (como indicador avanzado de lo que puede ocurrir en el hardware) acumuló a finales del periodo 1995-2000 revalorizaciones cercanas al 600% (con valores como Amazon acumulando un 7000%). En cambio, dentro del ciclo de la IA (periodo 2020-2025), las empresas de software acumulan una revalorización mucho más modesta del 150% promedio (medidos con el S&P software & services y ETFs dedicados).

Los críticos a esta aproximación pueden argumentar que la comparación no debiera ser Software 1999 vs software 2025. Sino con hardware 2025 (que ha sido el sector que más ha subido). Lamento decirles que el rendimiento acumulado para el hardware en el ciclo IA ha sido del ~350%. Aún lejos del 600% observado en el ciclo .com

Pero quizás la reflexión relevante está en la idea más simple. A diferencia del 99, el liderazgo bursátil sigue impulsado hoy por compañías con beneficios y flujos de caja operativa muy positivos, y modelos de negocio probados.

5. ¿Las futuras OPVs representan un riesgo sistémico?

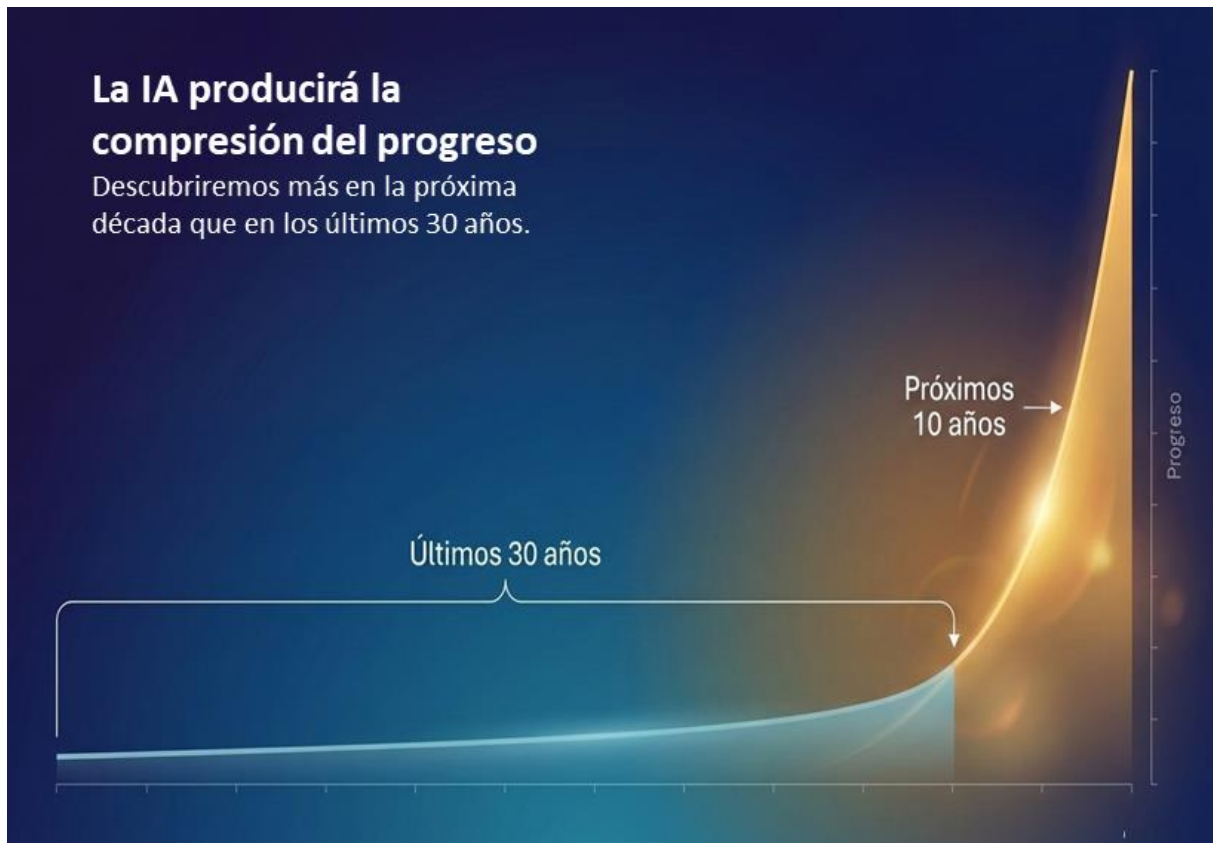
Un factor a vigilar, pero no. Si bien es cierto que el tamaño de estas nuevas OPVs es muy elevado, las emisiones en términos de porcentaje sobre el *market cap* permanece muy por debajo de los niveles vistos en el 95-99. (ver gráfico inferior).



Cierto es que la llegada de gigantes como SpaceX, OpenAI o Anthropic exigirá una importante absorción de liquidez. Sin embargo, el mercado actual dispone de una base inversora mucho más profunda de lo que se le exige. A modo de ejemplo numérico, lo que las empresas del S&P volcaron al mercado en 2025 en forma de recompensa al accionista, fue de \$1.7trn (\$1trn en share buy-back, y \$0.7trn en dividendos). Además, el sistema financiero tradicional (bancos) dispone de mucho margen aún para financiar operaciones con las que absorber la nueva demanda de capital por parte de empresas.

6. ¿La IA es comparable a Internet en 1999?

La IA es más transformacional que internet y las disrupciones tecnológicas observadas en las 2 últimas décadas. Las cuatro grandes disrupciones anteriores economizaron enormemente aspectos relevantes de nuestras vidas: Internet economizó la comunicación. La digitalización economizó la información. El smartphone economizó el acceso. La nube economizó la computación, y el *blockchain* economizó la verificación. Todas y cada una de estas disrupciones ayudaron a generar valor, pero en un sentido estrictamente lineal (es decir, permitiendo hacer lo conocido más rápido). La IA, en cambio, no solo ayuda a hacer más rápido lo conocido, sino también lo no conocido. Según los expertos, la IA es un acelerador del conocimiento; y por ello, afirman, experimentaremos en esta década lo que se conoce como **"la compresión del progreso"** (ver gráfico inferior). Descubriremos más en la próxima década que en los últimos 30 años. Una expectativa de semejante magnitud justifica inversión. No necesariamente una burbuja.



Designed by ANDBANK. Build with Notebook LLM

Conclusión

El mercado muestra rasgos de entusiasmo propios de toda gran transformación tecnológica, pero los paralelismos con la burbuja puntocom son limitados. Hoy encontramos compañías rentables, una economía menos sobrecalentada, valoraciones agregadas más razonables que en el 99, y una tecnología cuya adopción está siendo rápida, transversal, y promete ser más transformacional. (*Bill Gates, enero 2026: "De todas las cosas que los seres humanos hemos creado, la IA será la que más cambiará la sociedad."*)

La vigilancia sigue siendo obligatoria, pero, por ahora, aún me resulta más fácil encontrar argumentos para hablar de una expansión respaldada en beneficios, que de una euforia sostenida únicamente por expectativas.

Cordiales saludos.