

La burbuja de las Siete Magníficas

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto escrito por Javier Ruiz, CFA, es un extracto de una carta trimestral de Horos Asset Management.

* * *

Siempre he sostenido que la actitud de la comunidad inversora hacia la bolsa de Estados Unidos en los últimos años me recuerda a una mezcla de dos episodios de euforia desmedida que, como sabemos, no terminaron precisamente bien. Por un lado, **la burbuja de las Nifty Fifty** de finales de los sesenta y principios de los setenta, cuando los inversores abrazaron con entusiasmo la idea de que bastaba con comprar acciones de las 50 mejores compañías del país para ganar dinero sin riesgo, ignorando, claro está, las valoraciones exorbitantes a las que cotizaban. Por otro, **la burbuja de las puntocom** de finales de los noventa, cuando la promesa de una revolución tecnológica —internet— parecía destinada a transformar para siempre el paradigma económico y social. Hoy, **las Nifty Fifty de nuestro tiempo son, sin duda, las grandes tecnológicas, y la inteligencia artificial representa el internet de aquella época.**

Como hemos venido señalando en distintos foros en los dos últimos años, la buena evolución de los negocios de las tecnológicas estadounidenses (algo que nadie discute) y el fuerte foco inversor en ellas han dado lugar a dos anomalías que se han mantenido e, incluso, intensificado. La primera es la **concentración** del índice **S&P 500**, que no ha dejado de aumentar: a finales de septiembre, las conocidas como *Siete Magníficas* (**Amazon, Microsoft, Apple, Alphabet, NVIDIA, Meta y Tesla**) representaban ya el 35% del valor total del índice (un récord), y solo cinco de ellas alcanzaban el 25%.¹ Se trata de un grado de concentración de valor no visto en décadas. Como suelo recordar, para bien o para mal, el destino de los inversores en el S&P 500 dependerá en gran medida de la evolución bursátil de estas compañías en los próximos años.

La segunda anomalía es la **valoración**. Según J.P. Morgan Asset Management, a cierre de septiembre, el principal índice estadounidense cotizaba a casi 23 veces los beneficios estimados a doce meses vista, lo que supone el nivel más alto desde la burbuja de las puntocom. Y de acuerdo con la misma entidad, estadísticamente, **este nivel de valoración anticipa una rentabilidad anualizada nula o incluso negativa para la próxima década** (y, en la mayoría de los casos, también para los próximos cinco años).² Otros indicadores más elaborados —que combinan múltiplos sobre beneficios, ventas o EBITDA, entre otros— sitúan las valoraciones actuales en máximos históricos, alcanzados únicamente en momentos tan extremos como el pico de 1929, previo al famoso crac y a la Gran Depresión que le siguió.³

Sin embargo, no deberíamos caer en la trampa —de lo que también me declaro culpable— de fijarnos únicamente en lo que está ocurriendo con las grandes tecnológicas estadounidenses o, más en concreto, en su valoración. **La realidad es que muchas de las 493 compañías restantes del S&P 500 también presentan métricas, cuando menos, cuestionables.** Sirvan algunos ejemplos, tomados de sectores y comparables en los que invertimos en Horos, para ilustrar esta idea.

En el segmento del consumo defensivo, las cadenas de supermercados **Costco** y **Walmart** cotizan a unas 45 y 36 veces sus beneficios, respectivamente (a modo de recordatorio, un

múltiplo de 45 veces implica que tardaríamos 45 años en recuperar nuestra inversión si Costco mantuviera constantes sus beneficios anuales actuales). Por su parte, la española **DIA** cotiza a apenas 7 veces, pese a la fuerte revalorización que acumula desde nuestra entrada hace un par de años. También encontramos notables discrepancias entre las compañías de restauración **McDonald's** —que cotiza a 25 veces beneficios—, **Chipotle Mexican Grill** (31 veces) o **Starbucks** (35 veces), y la española **AmRest Holdings**, propietaria de franquicias de Burger King, Pizza Hut, KFC o de la propia Starbucks, que lo hace a menos de 7 veces. Por último, observamos divergencias similares en el ámbito financiero: empresas de financiación como **Mastercard** (32 veces beneficios) o la gestora de fondos alternativos **KKR** (20 veces) frente a la compañía de renting de vehículos **Ayvens** (8 veces), o **Petershill Partners** (12 veces), el vehículo inversor en gestoras alternativas que, como veremos, fue objeto de una oferta de exclusión de cotización este trimestre.

Podríamos alargar la lista, pero creo que la idea se entiende: **más de la mitad de las empresas del S&P 500 cotizan hoy por encima de las 20 veces sus beneficios estimados para el próximo año**. Como recalaba el gran Howard Marks en uno de sus últimos memorandos:

Más bien, creo que es la ratio precio-beneficio promedio de 22 veces de las 493 compañías no pertenecientes al grupo de las “Magníficas” dentro del índice —muy por encima del promedio histórico, situado en torno a las 15 veces para el S&P 500— lo que hace que la valoración general del índice sea tan elevada y, posiblemente, preocupante.⁴

Pero todo esto parece dar igual. En los últimos seis meses, el S&P 500 se ha revalorizado cerca de un 40%, mientras que el Nasdaq-100 encadena el mismo número de meses al alza, algo que sólo ha ocurrido en seis ocasiones desde 1986. No sólo eso: los síntomas de exuberancia irracional —tomando prestadas las célebres palabras de Alan Greenspan, entonces presidente de la Reserva Federal, durante los años de la burbuja de las puntocom— son, en la humilde opinión de quien escribe estas líneas, cada vez más palpables.

A lo largo de esta carta hemos ido detallando algunos de los acuerdos, por valor de decenas e incluso cientos de miles de millones de dólares, anunciados por las compañías de chips, centros de datos y software de inteligencia artificial. Lo que no habíamos comentado hasta ahora es cómo reaccionó el mercado bursátil a cada uno de ellos. Y lo cierto es que los números hablan por sí solos: desde la entrada del gobierno estadounidense en el capital de **Intel**, su cotización acumula, al momento de escribir estas líneas, una subida superior al 50%. Por su parte, **Oracle** se disparó cerca de un 40% el mismo día en que anunció su acuerdo con **OpenAI** (como curiosidad, su consejero delegado, cofundador y principal accionista, Larry Ellison, llegó a convertirse en la persona más rica del mundo aquel día).⁵ En cuanto a **AMD**, el ascenso de su cotización el día que comunicó su particular acuerdo con OpenAI fue cercano al 25%.⁶

Esto último, por cierto, resulta especialmente llamativo. Como recordatorio, **OpenAI** adquirió *warrants* (derechos de compra sobre acciones) de **AMD** en el marco del acuerdo por el que se compromete a comprar chips del fabricante por un importe de varias decenas de miles de millones de dólares. Pues bien, como señalaba irónicamente el columnista financiero Matt Levine, el valor de esos derechos —tras la espectacular revalorización bursátil de AMD— equivalía a unos 35.000 millones de dólares. En otras palabras, “solo” con anunciar un acuerdo, OpenAI habría generado (sobre el papel) un valor de varias decenas de miles de

millones:

Los warrants se consolidan en función de determinados hitos operativos y de cotización (algunos de ellos exigen que la acción alcance los 600 dólares por título), pero si tomamos los 160 millones de acciones y el precio de 213 dólares al mediodía de hoy, estaríamos hablando de unos 34.000 millones de dólares. En números aproximados, OpenAI estaría recuperando la mitad del valor que ha generado para AMD. Debo decir que, si yo pudiera crear decenas de miles de millones de dólares de valor bursátil simplemente anunciando acuerdos, y luego capturar buena parte de ese valor para mí, también lo haría, y probablemente me dedicaría casi en exclusiva a ello. OpenAI puede hacerlo, y de hecho lo hace, aunque no con total exclusividad.⁷

¡Y vaya si lo está haciendo! Sirva como dato concluyente de todo lo que está moviendo OpenAI lo siguiente: el acumulado de los **acuerdos anunciados por la compañía a lo largo de 2025 alcanza ya la mágica cifra del billón de dólares (trillón americano).**⁸ En fin, no es de extrañar que algunos analistas e inversores —en un nuevo eco de la burbuja de las puntocom— empiecen también a dar señales de haber sucumbido a este sentimiento de imbatibilidad bursátil.

¹ Jim Bianco [@biancoresearch] (20 de septiembre de 2025). The Mag 7 stocks are now 34.91% of the S&P 500, a new record concentration level. X.

<https://x.com/biancoresearch/status/1969311394106335335>

² (Septiembre de 2025). [Guide to the Markets as of 30 of September](#). JP Morgan.

³ The Kobeissi Letter [@KobeissiLetter] (13 de septiembre de 2025). The time has come... X.

<https://x.com/KobeissiLetter/status/1966873572128809118>

⁴ Marks, H. (13 de agosto de 2025). [The Calculus of Value](#). Oaktree Capital Management.

⁵ Roush, T. (10 de septiembre de 2025). [Larry Ellison, con casi 100.000 millones de dólares más, desafía a Musk por el título de persona más rica del mundo](#). Forbes España.

⁶ Sigalos, M. (6 de octubre de 2025). [AMD stock skyrockets 25% as OpenAI looks to take stake in AI chipmaker](#). CNBC.

⁷ Levine, M. (6 de octubre de 2025). [OpenAI is Good at Deals](#). Bloomberg.

⁸ Millán, S. (7 de octubre de 2025). [OpenAI bate un nuevo récord: alcanza el billón de dólares en acuerdos con gigantes tecnológicos](#). El País.