

Flash Note: Bulls vs Bears: razones para creer vs razones para dudar

La motivación de esta nota nace de un excelente artículo de Andy Serwer en Barron's, que tuve ocasión de leer estos días. Me gustó especialmente porque hacía algo que considero particularmente útil en mercados: poner frente a frente argumentos contrapuestos. Y es que hay momentos en mercados en los que conviene dejar de intentar tener razón, y dedicar el esfuerzo en entender por qué cada uno cree tenerla. Hoy les propongo exactamente eso: poner encima de la mesa los argumentos de algunos de los bulls (alcistas) más reconocidos del mercado y a varios de sus bears (bajistas) más persistentes. Leer sus argumentos y comprobar que ambas posturas tienen algo de lógica.

La ventaja de este sano ejercicio es clara: evitar enamorarte de una tesis y, con ello, mejorar la gestión del riesgo.

Este Flash Note pretende ser mi pequeño obsequio vacacional para nuestros clientes. Uno que les ayude a separar argumentos de convicciones. Poner orden en el debate y, en cierta medida, permitir que cada uno identifique qué línea de pensamiento encaja mejor con su propia lectura del mercado.

Empecemos.

El caso de los bears más prominentes:

1. **George Noble:** quien fue gestor de Fidelity (y aprendió el oficio del legendario Peter Lynch), es ahora el mayor "opendoor bear" en internet. Su crítica al mercado actual -muy divertida, por cierto- también apunta a la circularidad del propio ecosistema de la IA. Como otros bears del mercado, ve demasiadas transacciones cruzadas y relaciones comerciales entre actores (OpenAI, Anthropic, Nvidia, Oracle, etc...), donde una gran suma de dinero parece pasar de una compañía a otra sin salir del sistema cerrado. Viene a decir que, en conjunto, lo que puede parecer mucho dinero, no es más que una pequeña cantidad que da muchas vueltas.

El veterano gestor al menos se ha tomado la molestia de explicarnos su posición publicando un fragmento muy gracioso de la película de Laurel y Hardy: "Más grueso que el agua". En el clip, Ollie le da dinero a Stan para que este le pague a un vendedor de muebles que, a su vez, le pague el alquiler a la esposa de Ollie. El guión es magnífico. Por eso amo las películas antiguas. Cuando Stan pide a Ollie que se lo explique, este responde: "Ese era el dinero que ella me dio a mí, yo te lo di a ti para que se lo dieras a él. Entonces tú me lo devolviste a mí, y yo tuve que dárselo a ella para que ella se lo diera a él." Imaginarán que, a esas alturas de la escena, yo ya estaba literalmente doblado de la risa. Noble va un paso más allá y eleva considerablemente el tono de su crítica: "Están vendiendo falsas esperanzas. Es una destrucción mutua asegurada. Un ejercicio de destrucción de riqueza. Va a colapsar. Es una auténtica porquería".

Quizá tanta agresividad tenga algo que ver con la paciencia que le ha exigido su propia tesis: lleva instalado en el bando bajista desde junio de 2022, cuando Forbes publicó un perfil suyo en el que hablaba de la “biggest everything bubble ever seen” y recomendaba cash. Son 4 años y medio con el mercado en tu contra y sin señales de querer colaborar demasiado. De ahí, quizás, el salto en la agresividad de su discurso. Hay un patrón identificable, y está muy bien documentado el mecanismo psicológico que puede producir exactamente ese comportamiento (según el cual, cuantos más años lleva un bear equivocado, más agresivo se vuelve). El mecanismo es conocido en el mercado. Los estudié en mis días de formación y son varios: Motivated reasoning. Escalation of commitment, etc.

2. **Estrategas quant de Bank of America:** mantienen su tesis bajista y un objetivo de 7.100 para el S&P 500 este año. Sustentan su visión pesimista en tres ejes: deterioro del free cash flow, menor calidad del EPS y riesgo de tipos más altos. Manifiestan una preocupación creciente por el capex de las Big Tech, y entienden que, si esta inversión en IA sigue acelerándose más rápido que su monetización, el mercado puede estar sobreestimando la rentabilidad futura de ese gasto. Un clásico.

El caso de los bulls más prominentes:

1. **Ryan Detrick (Carson Group):** su tesis no descansa sólo en la IA. Defiende que el mercado mantiene una estructura interna y un patrón muy saludables, con las líneas advance/decline que siguen marcando máximos, lo que indica que la subida no depende únicamente de unas pocas mega caps. Para él, la corrección de julio fue ruido dentro de una tendencia alcista intacta. Su conclusión: mientras la amplitud acompañe y la IA siga impulsando los beneficios de algunos, la estrategia más prometedora es "ride the wave".
2. **Hardika Singh (Fundstrat):** su argumento es más de capitalismo de crecimiento. Muchas de las corporaciones gigantes de hoy salieron a bolsa con proyectos aparentemente desmesurados, márgenes pobres, incluso pérdidas. Google, Amazon, Meta, Netflix o Uber son ejemplos claros. Lo que demuestra esto es que el mercado puede premiar durante años a quienes reinvierten agresivamente para capturar mercados enormes en el futuro. Su extrapolación es clara: OpenAI, Anthropic, SpaceX y otros “moonshots” pueden parecer caros o poco rentables hoy y aun así crear enorme valor futuro. El riesgo, naturalmente, es confundir ambición con economía. Pero la tesis sugiere que estos pueden ser los próximos "3-4 trillion dollar companies".

3. **Ed Yardeni:** es el veterano inversor y bull macro del mercado. Ve los años 2020 como una posible repetición de los “Roaring Twenties”, apoyados por, no solo un salto en la cantidad del capital tecnológico, si no en la calidad del capital tecnológico. Ve un salto en productividad, beneficios, inversión empresarial, y más beneficios. Por eso eleva su objetivo del S&P 500 a 8.400 y mantiene 10.000 para 2029. Su mensaje implícito es que el principal error de esta década quizá no sea pagar demasiado, sino subestimar cuánto pueden crecer los beneficios si la productividad se acelera.

Dicho esto, no fingiré una neutralidad que no tengo. Tras la nota de ayer, “USA vs China – Mismo esfuerzo, pero distinta escala en la IA”, sigo encontrando más convincente el lado alcista del debate. Mis lectores más veteranos sabrán que esto no es ninguna novedad, pues bien saben que llevo cuatro años y medio instalado en el lado alcista del mercado. Por ahora, el mercado ha tenido la amabilidad de no obligarme a cambiar de asiento.

Les dejo, a modo de cierre, una síntesis visual de los principales argumentos de esta nota.



Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK