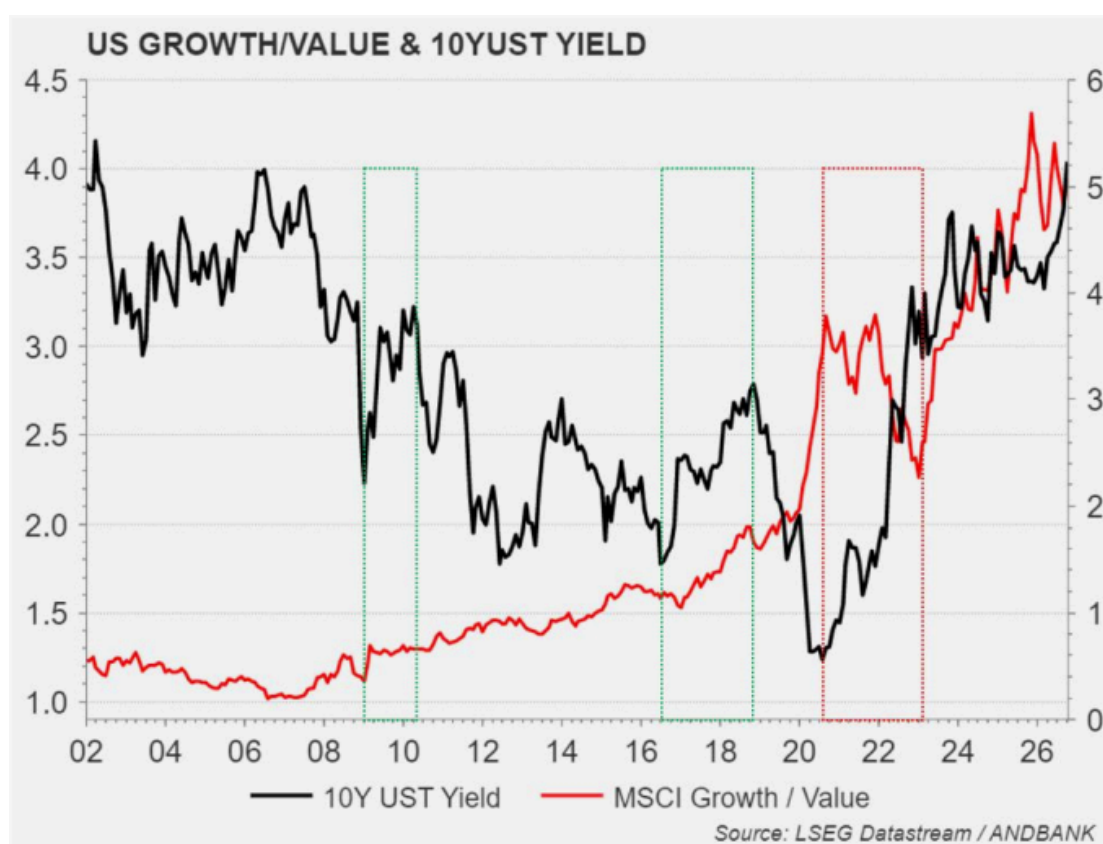


Flash Note: Subir las rentabilidades no basta para tumbar al Growth.

Existe en los mercados la convicción de que un aumento de la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense (UST) pone fin al ciclo de liderazgo del Growth frente al Value. El tema está de actualidad, primero porque el Growth estadounidense supera al Value desde 2023, y segundo porque las rentabilidades están repuntando. Muchos recuerdan cómo la subida de 2022 interrumpió ese ciclo del Growth. La pregunta es si debemos seguir apostando por el Growth.

Empezaré diciendo que esa "convicción" de que un aumento en las rentabilidades del bono y el posible underperformance del Growth no es una regla que se haya cumplido de manera general. El gráfico inferior muestra periodos en los que la TIR del UST a diez años subió de forma significativa sin frenar el mejor comportamiento relativo del Growth. Dos ejemplos, destacados en los recuadros verdes: Enero de 2009–abril de 2010: la TIR subió 170 pb, del 2,2% al 3,9%; y en el mismo periodo, el MSCI US Growth superó al Value en un 17%. En el periodo julio de 2016–noviembre de 2018: la TIR subió cerca de 80 pb, del 1,4% al 3,2%. Aun así, en el mismo periodo, el MSCI US Growth superó al Value en un 25%. (ver gráfico)



El repunte más reciente de las rentabilidades del bono UST dura ya ocho meses (comenzó a finales de febrero y acumula 120 pb de subida: del 3,96% al 5,24%); mientras que la ratio Growth/Value ha avanzado de 3,67 a 3,97, manteniendo el estilo Growth su mejor comportamiento relativo. Por lo tanto, puedo concluir (en base a esto y a los episodios pasados) que **subir las rentabilidades no basta para tumbar al Growth.**

Por supuesto, no puedo saber si el entorno actual exige hoy mayor prudencia por parte de los inversores. No se trata solo del precio de la energía, sino también de su disponibilidad, dada la precaria situación del sistema global de refino. Quizá esto lleve a muchos inversores a extremar la cautela, y el aumento reciente en las rentabilidades baste para frenar el mejor comportamiento relativo del Growth. No lo sé. Lo único que puedo decir es que, por ahora, no se ha producido una rotación del Growth al Value. Muchos de ustedes me preguntan por qué. Se me ocurren dos razones:

1. **La subida de las rentabilidades no ha sido suficiente para alterar el ciclo.** Aunque las compañías Growth suelen ser más sensibles a los tipos (dado que una mayor parte de sus beneficios aguardan en puntos más lejanos de la línea temporal, lo que hace que sean activos de larga duración), siguen mostrándose, sin embargo, muy resistentes en sus cotizaciones. Una posible explicación es que se necesite una subida de las rentabilidades cercana a los 240 pb, como en 2022. En el ciclo actual, el avance es de 120 pb.
2. **Otra explicación podría ser la enorme resiliencia y capacidad que estos valores siguen demostrando para hacer crecer sus beneficios.** Aunque las empresas más vinculadas a la IA tienen un peso elevado en el MSCI Growth —donde Nvidia representa por sí sola un 16%—, algunas compañías del MSCI Value también están registrando un fuerte crecimiento, como Microsoft, Meta o Micron. El liderazgo del Growth refleja, en parte, la fortaleza del ciclo de beneficios empresariales en EE. UU. A mi juicio, el excepcionalismo estadounidense (American exceptionalism) sigue intacto: la percepción de que EE. UU. conserva características singulares que le otorgan una posición económica diferencial.

Razones para pensar que el ciclo Growth USA puede continuar (seguir superando al índice Value). Debajo mis razones:

- **El ROIC** de las empresas ligadas a la infraestructura de IA sigue por encima del WACC. El diferencial se estrecha por el mayor coste de financiación, pero aún justifica nuevas inversiones para aumentar el EPS.
- **La liquidez sigue siendo abundante.** Pese a la competencia por captarla, los fondos monetarios, los bancos y los inversores extranjeros siguen dispuestos a financiar estas inversiones.
- **El crecimiento previsto de los beneficios respalda al mercado.** IBES estima un aumento del 15%-16% para el S&P 500 en 2027, hasta un EPS de USD 380. Incluso si el PER trailing cae de 25 a 23,6, el índice alcanzaría los 9.000 puntos en diciembre de 2027. La estabilización de la TIR del bono en los niveles actuales favorecería ese escenario.

Riesgos para mi tesis de un ciclo superior del Growth vs el Value

- **Que desaparezca la ventaja comparativa (ROIC > WACC).** Ocurriría si hubiera un exceso de capacidad en la infraestructura de IA —CPU, GPU, memoria— y las empresas tuvieran que recortar precios de forma abrupta. Hoy parece poco probable, dados los numerosos cuellos de botella y la capacidad de los fabricantes de semiconductores para mantener precios.
- Los hyperscalers siguen aumentando el capex y recurriendo cada vez más a los bancos. Estos exigirán garantías, cobrarán tipos más altos y podrían mejorar sus beneficios. Parte del interés inversor podría desplazarse de los hyperscalers al sector bancario, más asociado al Value, y cambiar el liderazgo entre Growth y Value.
- **Se materializa el aumento esperado de productividad.** Las empresas de la economía en general producen más con menos trabajadores y elevan sus beneficios. Eso podría aumentar el atractivo del Value.
- **Recesión en EE. UU.,** por ahora, nuestro equipo de Estados Unidos considera poco probable este escenario.
- **Recesión fuera de EE. UU.** Las compañías de IA podrían verse afectadas de forma desproporcionada por su dependencia de la financiación extranjera.
- La TIR del UST sigue subiendo, hasta acumular un avance de 240 pb y situarse en el 6,25%-6,5%. Unos tipos más altos favorecerían relativamente a los activos Value, menos sensibles a los tipos de interés.

¿Cómo cubrir estos riesgos sin renunciar al potencial si no se materializan?

1. Sobreponderar Value frente a Growth, sin eliminar la exposición a este último.
2. Mantener la exposición a Growth y combinarla con posiciones específicas en energía, acciones y bonos bancarios, y bonos del Tesoro estadounidense a largo plazo.. Energía, porque al ser los causantes de la recesión, te beneficias de sus precios elevados. Acciones de bancos porque recogen en margen financiero las subidas iniciales de las rentabilidades en mercado; y bonos bancarios porque la recesión posterior llevaría a un descenso de TIRes. Los bonos del UST 30 al 6% ofrecerían una TIR real del 2%-3% que siempre han resultado ser una fuente razonable de rentas. Si se da una recesión, la Fed probablemente acabará recortando tipos y esta posición experimentará grandes beneficios.

Una conclusión cualquiera

Aunque los riesgos justifican coberturas selectivas, no apostaría contra quienes mejor conocen la demanda: los grandes tecnólogos siguen ampliando capacidad porque los enjambres de agentes, los agentes en segundo plano y los agentes que generan libremente otros agentes en entornos aislados (sandbox) podrían multiplicar hasta 1.000 veces el consumo de tokens que sugiere el uso humano. No me resulta descabellado pensar en un salto estructural, desde los niveles actuales, en la demanda de GPU, CPU, memoria, almacenamiento rápido, servidores de alta densidad, sistemas de alimentación, refrigeración, etc.

En la próxima fase de agentes que gestionan agentes, es lógico pensar que se genera más contexto, se intercambian más datos y se funciona más en paralelo... Todo ello exige mover, procesar y almacenar más y más datos. Así es como lo entiendo. A este ciclo de IA aún podría quedarle mucho recorrido.

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK